

波司登 (03998)

证券研究报告
2019年11月20日

复苏进程仍在继续，高端化、时尚化打开增长空间

回归羽绒服主业，业绩仍在强势复苏阶段

2018年公司明确聚焦主航道、主品牌，收缩多元化的战略目标，做强羽绒服产品核心主业，同时围绕“全球热销的羽绒服专家”的定位，重塑和优化品牌在消费者心中的形象。1) 产品端：产品品质+设计焕然一新。2) 渠道端：渠道优化，视觉一体。从渠道结构来看，提升自营门店占比，2018/19财年实现自营门店收入占比为64.80%，较2016/17财年提升17.30pct。从渠道形象来看，打造“千店换门头”事件，更加简约和现代化，重新布局店内陈设，回归主流商圈。3) 营销端：全面提升品牌调性。整合全球优质资源制作广告，通过大片形象和创意拍摄，推动品牌视觉形象升级。

回归羽绒服主业后，业绩迸发全新活力。2018/19财年，公司实现营收103.87亿元(+16.84%)，实现归母净利润9.81亿元(+59.44%)，营收首次突破百亿大关。波司登品牌占羽绒业务收入的比例逐年上升。2018/19财年波司登品牌实现收入为68.49亿元(+38.25%)，占羽绒主业收入89.44%(+1.78pct)。

主力价格带上移，锁定中高端空白市场，仍有提价空间

Moncler和CanadaGoose进驻中国后，大幅拉升羽绒服市场均价，牢牢占据国内羽绒服行业奢侈品定位。因此国内羽绒服行业天花板被打开，催生1000-5000元中高端市场空白。波司登捕捉到了潜在的市场变化，通过提升产品设计，重塑产品形象，提升部分新产品系列的售价。2018年波司登主品牌价格带由1000元以下提升至1300-1500元。与此同时1800元以上的产品占比，从过去4-5%左右提升至25%左右。对标海外高端羽绒服品牌CanadaGoose，其价格仍有较大提升空间。预计波司登主力价格带将随着其品牌重塑、高端化进程的推进，进一步提升。

功能性融入时尚性，熨平消费频次低及易受天气影响的需求波动

由于羽绒服的销售主要集中在冬季，且极易受到天气波动的影响；而波司登通过提升产品的时尚性，在保证其功能性的同时通过产品设计丰富其应用场景，平滑和弱化了天气和季节变化对于羽绒服销售的影响。如波司登通过与三大知名设计师合作发布全新联名系列，赋予产品更好的时尚性和潮流性；2019年波司登发布了“极寒、星空、地裘”三个系列新品，将艺术与羽绒服结合，使得产品拥有“高颜值”；这些都让公司产品的关注周期被延长，消费频次有所提升，使波司登的对手不再是天气和季节。

首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司FY2019-FY2021年的营收分别为人民币134.90亿元、167.55亿元、202.13亿元，同比增长29.92%、24.21%、20.64%；预计归母净利润分别为人民币13.08亿元、16.60亿元、20.38亿元，同比增长33.25%、26.95%、22.80%。预计FY2019-FY2021公司EPS为0.12/0.15/0.19元/股，对应PE为27.16/21.40/17.43。我们参考行业可比公司平均估值(28.74倍)，给予公司2020年28倍PE，对应目标价为4.2元人民币，对应港币4.68港元(汇率：1港元=0.8976人民币元)。**风险提示：**终端消费疲软，品牌转型发展不及预期，原材料及气候波动等。

投资评级

行业 非必需性消费/纺织及服饰

6个月评级 买入(首次评级)

当前价格 3.85 港元

目标价格 4.68 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	10,819.58
港股总市值(百万港元)	41,655.40
每股净资产(港元)	0.94
资产负债率(%)	32.98
一年内最高/最低(港元)	4.50/1.25

作者

吕明 分析师
SAC执业证书编号：S1110518040001
lvming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,889.61	10,387.04	13,489.64	16,755.03	20,212.54
增长率(%)	30.26	16.84	29.92	24.21	20.64
EBITDA(百万元)	1,088.77	1,413.77	1,844.40	2,332.45	2,856.60
净利润(百万元)	615.48	981.32	1,307.66	1,660.03	2,038.47
增长率(%)	57.07	59.44	33.25	26.95	22.80
EPS(元/股)	0.06	0.09	0.12	0.15	0.19
市盈率(P/E)	57.71	36.20	27.16	21.40	17.43

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：货币单位为人民币



内容目录

1. 国内羽绒服行业龙头，四十余年产品历久弥新	6
1.1. 我国最大的羽绒服企业，零售额超百亿元	6
1.2. 回归初心，聚焦主业，大力重塑品牌形象	6
1.3. 重心重回主业，业绩强势反弹	7
1.4. 股权结构较为集中，长期保持高分红率	8
2. 四十余年风雨兼程，复盘公司发展历史	9
2.1. 品牌初创期（1976-1995）	9
2.2. 品牌发展期（1995-2008）	10
2.3. 四季化、多元化探索期（2008-2016）	11
2.3.1. 受金融危机影响，开展四季化探索、渠道扩张策略	11
2.3.2. 面对快时尚及国际品牌冲击，品牌竞争力不足，业绩进入调整期	12
2.4. 重返主业期（2016-至今）	14
3. 羽绒服行业规模较大，未来仍有提升空间	15
3.1. 我国羽绒服现阶段竞争格局如何？	15
3.2. 羽绒服行业发展趋势有哪些？	17
3.2.1. 竞争层级：中高端市场潜力较大	17
3.2.2. 产品特性：消费观念改变，羽绒服走向功能化、时尚化单品	17
3.3. 对标 Moncler、Canada Goose 品牌，如何实现业绩稳健增长？	18
3.3.1. Moncler：以时尚元素打造奢侈品级羽绒服产品	18
3.3.2. Canada Goose：品牌故事塑造行业专家形象	20
4. 调整到位：品牌重塑，业绩复苏	22
4.1. 战略调整：回归初心，做强羽绒服核心主业	23
4.2. 产品端：严选品质，匠心设计，高端化趋势凸显	24
4.2.1. 以高端品质做高端品牌	24
4.2.2. 以高端设计赢高端市场	27
4.3. 渠道全方位升级	28
4.4. 营销：大规模、多元化	31
5. 量价齐升，看好波司登未来发展	34
5.1. 价格：提升空间广阔	34
5.2. 销量：需求持续扩大	36
6. 财务分析：盈利能力仍有提升空间，营运能力较强	38
6.1. 业绩提升明显，位居同类公司前列	38
6.2. 盈利能力稳步回升，仍有一定提升空间	38
6.3. 营运能力：存货周转率行业领先，经营现金流量大幅提升	40
7. 盈利预测与估值	41
7.1. 估值假设	41
7.2. 相对估值	41

8. 风险提示.....42

图表目录

图 1: 波司登 43 年发展历程大事记.....	6
图 2: 公司羽绒服主业占比 FY2018 提升明显 (%).....	7
图 3: 波司登品牌收入占羽绒主业比重逐年提升 (%).....	7
图 4: 公司业绩自 2016/17 财年起逐步改善 (亿元, %).....	8
图 5: 股权结构较为集中, 高氏夫妇共持有公司 65.93%的股权.....	8
图 6: 公司上市以来股利支付率维持较高水平 (%).....	9
图 7: 美国、俄罗斯博览会获奖证书.....	10
图 8: 波司登品牌伴随中国登山队成功登顶珠峰.....	10
图 9: 波司登品牌伴随中国科考队至北极.....	10
图 10: 国家质检总局颁发“世界名牌称号”.....	11
图 11: 公司上市后净利润大幅提升 (亿元, %).....	11
图 12: 上市以来至 FY2012 公司羽绒主业门店数量快速上升 (家).....	12
图 13: FY2008-FY2012 公司营收基本保持稳定增长 (亿元, %).....	12
图 14: 优衣库 SPA 模式简介.....	12
图 15: 天猫双十一成交额逐年快速增长 (亿元).....	12
图 16: 我国羽绒服产量逐年下滑 (件, %).....	13
图 17: 2014-2016 厄尔尼诺指数飙升.....	13
图 18: 存货价值较高, 同时周转率逐年下降 (亿元, 次).....	13
图 19: FY2013-FY2016 公司净开店数量为负 (家).....	13
图 20: 波司登与迪士尼推出联名产品.....	14
图 21: 波司登与 Moncler 前首席设计师推出联名产品.....	14
图 22: 直营渠道占比逐年提升 (%).....	15
图 23: 波司登亮相 2018 纽约时装周.....	15
图 24: 波司登 FY2018 毛利率提升明显 (%).....	15
图 25: 波司登品牌羽绒服主业收入提升明显 (亿元, %).....	15
图 26: 我国羽绒服行业市场规模逐年稳健增长 (亿元, %).....	16
图 27: 我国羽绒服行业市场集中度较高 (%).....	16
图 28: 波司登始终位居本土羽绒服品牌第一.....	16
图 29: 我国羽绒服销售均价逐年上升 (元/件, %).....	17
图 30: 我国羽绒服原材料鹅绒及鸭绒近年有所上涨 (元).....	17
图 31: 中高端羽绒服市场呈现较大市场空白.....	17
图 32: Moncler Grenoble 滑雪系列.....	18
图 33: Moncler 服装融入十足时尚元素.....	18
图 34: Moncler 发展历程简介.....	19
图 35: Moncler 2018 米兰春夏时装秀.....	20
图 36: Moncler Genius 核心设计团队.....	20
图 37: Canada Goose 发展历程简介.....	21

图 38: Goose People 讲述冒险者心路历程	21
图 39: 加拿大手工制作保证品质	21
图 40: 羽绒服 TEL 五级防护	22
图 41: 电影拍摄剧组 (非) 官方夹克	22
图 42: 波司登净利率、毛利率上升 (%)	22
图 43: 2018-2019 各分部收入占比 (%)	23
图 44: 羽绒服业务品牌矩阵	24
图 45: 2019 年波司登再次助力中国登山队登上珠峰	25
图 46: “登峰”系列所使用的科技与工艺	26
图 47: 复购销售、会员销售贡献率提升 (%)	26
图 48: 波司登与三大国际知名设计师合作	27
图 49: 国际超模“肯豆”身穿星空系列羽绒服	27
图 50: 意大利艺术家 Ottavio Fabbri 与《星空》	27
图 51: 众多国际明星在街拍中身穿波司登设计师系列	28
图 52: 消费会员年轻化 (%)	28
图 53: 波司登营运效率提升 (次)	30
图 54: 波司登伦敦 (左)、罗马门店 (右)	30
图 55: 波司登上海静安大悦城门店	30
图 56: 羽绒服业务线上销售增长 (百万元, %)	31
图 57: 超模肯达尔·詹娜领衔波司登米兰时装周走秀	31
图 58: “维密超模”亚历山大·安布罗休领衔波司登纽约时装周走秀	31
图 59: 国际名人出席波司登纽约时装周秀场	32
图 60: 妮可·基德曼和琪亚拉·法拉格尼出席米兰时装周	32
图 61: 品牌代言人杨幂及合作街拍明星汤姆·希德勒斯顿、斯嘉丽·约翰逊	32
图 62: 波司登 IP 合作款“星球大战”系列	33
图 63: 波司登 IP 合作款“漫威”系列	33
图 64: 微博平台“波司登试衣间”话题百万粉丝博主晒试穿图	33
图 65: 小红书平台“波司登试衣间”话题下大量分享文章	33
图 66: 波司登销售费用及其占营收比例 (万元, %)	34
图 67: 加拿大鹅综合排名前十产品销量与单价关系 (元, 件)	35
图 68: 波司登综合排名前十产品销量与单价关系 (元, 件)	35
图 69: 加拿大鹅天猫旗舰店产品按价格排序	36
图 70: 波司登天猫旗舰店产品按价格排序	36
图 71: 加拿大鹅香港门店	37
图 72: 公司总营业收入逐年上升 (亿元, %)	38
图 73: 公司净利润逐年上升 (亿元, %)	38
图 74: 波司登营收位居 Moncler 之后 (亿元)	38
图 75: 波司登营收增速增长较为明显 (%)	38
图 76: FY2018 公司毛利率提升明显 (%)	39
图 77: 波司登毛利率位于同类公司低位 (%)	39
图 78: 公司销售费用率上涨较为明显 (%)	39

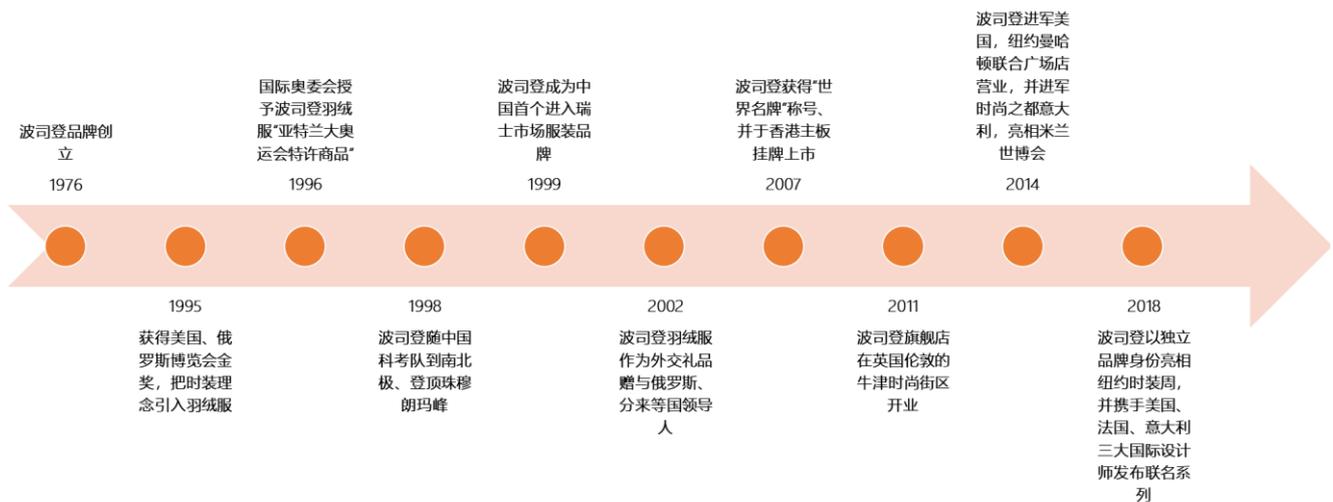
图 79：公司净利率逐年提升（%）	40
图 80：波司登净利率处于同类公司低位（%）	40
图 81：公司存货价值有所提升（亿元，%）	40
图 82：波司登存货周转率比同类公司领先（次）	40
图 83：波司登应收账款周转率位于同类公司中位（次）	41
图 84：公司经营性现金流逐年提升（亿元）	41
表 1：波司登集团品牌矩阵	7
表 2：波司登主要产品特点及优势	25
表 3：波司登各价格带产品销量占比	26
表 4：羽绒服业务零售网点数量	29
表 5：羽绒服业务线上线下销售占比	29
表 6：波司登天猫旗舰店排名前十产品销售价格	35
表 7：天猫旗舰店波司登、加拿大鹅羽绒服外套价格极值	37
表 8：可比公司平均估值（P/E）	42

1. 国内羽绒服行业龙头，四十余年产品历久弥新

1.1. 我国最大的羽绒服企业，零售额超百亿元

波司登始创于 1976 年，长期位居我国本土羽绒服品牌龙头地位，且受到国内外广泛好评，2018/19 财年总营收超百亿。43 年以来，公司专注于羽绒服研发、设计、制作，当前，公司旗下羽绒服产品畅销全球 72 个国家，超过 2 亿人次拥有其羽绒服产品。1995-2018 年连续 24 年蝉联我国羽绒服销量冠军。1998 年，公司羽绒服产品随中国科考队远赴南北极，同年随中国科考队登顶珠峰。2007 年 9 月，公司于香港主板挂牌上市。2018 年 9 月，波司登以独立品牌身份首次亮相纽约时装周，吸引众多国际时尚界的眼光。2018/19 财年，公司战略转型调整成效显著，羽绒服业务零售额超百亿元。

图 1：波司登 43 年发展历程大事记



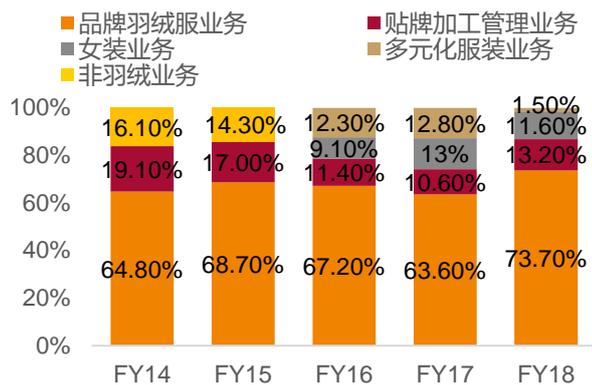
资料来源：波司登官网，天风证券研究所

1.2. 回归初心，聚焦主业，大力重塑品牌形象

近年来，公司明确聚焦主航道、主品牌，收缩多元化的战略目标，做强羽绒服产品核心主业，同时围绕“全球热销的羽绒服专家”的定位，重塑和优化品牌在消费者心中的形象。从业务类型来看，主要分为品牌羽绒服业务、贴牌加工管理业务（OEM）、女装业务以及多元化服装业务。2018/19 财年（2018 年）为公司战略转型元年，产品结构有所调整，主要体现为羽绒服主业大力发展，而逐步收缩多元化服装业务。其中品牌羽绒服业务收入占比为 73.70%（+10.10pct），贴牌加工管理业务收入占比为 13.20%（+2.60pct），女装业务收入占比为 11.60%（-1.40pct），多元化服装业务收入占比为 1.50%（-11.30pct）。

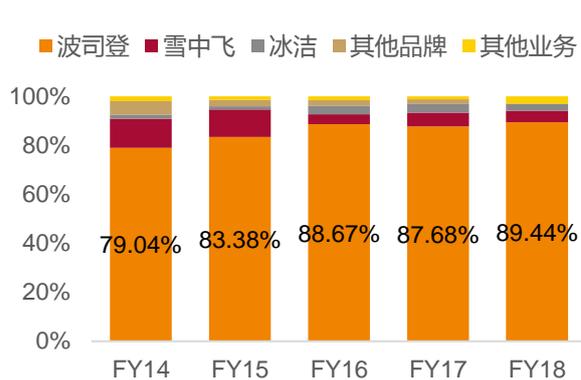
从品牌羽绒服主业来看，波司登品牌占羽绒业务收入的比例逐年上升。2018/19 财年波司登品牌实现收入为 68.49 亿元（+38.25%），占羽绒主业收入 89.44%（+1.78pct）；雪中飞及冰洁 2018/19 财年收入分别为 3.62 亿元（+14.56%）、2.13 亿元（+5.97%），分别占羽绒主业收入 4.72%（-0.86pct）、2.79%（-0.81pct）。2018/19 财年，羽绒主业整体板块实现营收 76.58 亿元（+35.52%）。公司聚焦主航道、主品牌业绩提升效果较为明显。

图 2：公司羽绒服主业占比 FY2018 提升明显（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：波司登品牌收入占羽绒主业比重逐年提升（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从品牌结构来看：1) 品牌羽绒服业务：拥有波司登、雪中飞及冰洁三大品牌，分别实现中高端、中端、高性价比全覆盖，从而提升羽绒服业务整体的市场份额。截至 2019 年 3 月底，共拥有门店 4628 家。2) 女装业务：拥有杰西、邦宝、柯利亚诺及柯罗芭四大时尚女装品牌，以四季化销售探索的方式，提升集团整体盈利能力。截至 2019 年 3 月底，共拥有门店 528 家。3) 多元化服装销售业务：拥有波司登居家、波司登男装及校服业务飒美特，根据公司战略规划，预计波司登居家及男装业务未来将进一步收缩，校服业务飒美特将保持稳定增长。此外，集团童装团队选取国际优秀的儿童品牌合作，开展中国线上运营业务，主要品牌有 Petit main 及 Happyland。

表 1：波司登集团品牌矩阵

业务类型	品牌名称	品牌标识	品牌定位	品牌风格
品牌羽绒服业务	波司登 (Bosideng)		中高端	羽绒+，功能性、时尚性、时代品牌
	雪中飞 (Snow Flying)		中端、乡镇市场	活力、时尚、运动
	冰洁 (Bengen)		高性价比	年轻化方向，时尚、品质、优雅
女装业务	杰西 (Jessie)		28 岁—45 岁的都市白领女性	风衣、连衣裙、衬衫为核心
	邦宝 (Buoubuou)		30-45 岁追求时尚，风格独特	浪漫、品位、自信和优雅
	柯利亚诺 (Koreano)		20-35 岁都市白领，简约、高贵、青春	年轻、充满活力和时尚的都市情调为基调
	柯罗芭 (Klova)		35-55 岁，品位生活女性	优雅、华贵、雍容、大方的文化和生活方式
多元化服装销售业务	飒美特 (Sameite)		国际学校、教育集团学生 高端校服	青春校园风格

资料来源：公司官网，各品牌官网，天风证券研究所

1.3. 重心重回主业，业绩强势反弹

回归羽绒服主业后，业绩迸发全新活力。公司以中国羽绒服行业龙头企业著称，2007 年于香港上市之后，依靠自身品牌力及行业先发优势，企业进入高速发展期，业绩增长较为明显。2011/12 财年，公司实现营收 83.95 亿元 (+19.05%)，实现归母净利润 14.37 亿元 (+12.55%)。受到 2012 年快时尚品牌及电商营销快速发展的冲击，国内服装行业竞争加剧。企业库存高企，收入及净利润出现明显下滑。2015/16 财年，公司实现营收 58.03 亿

元 (-8.00%)，为近年最低水平。2017 年后，库存清理基本到位，再加上“品牌四季化”探索，收购一些女装品牌后，公司业绩逐步扭亏。步入 2018 年后，公司战略全面调整，聚焦主业及主品牌，优化渠道及产品，提振终端消费。公司收入及净利润明显改善，重回上升轨道。2018/19 财年，公司实现营收 103.87 亿元 (+16.84%)，实现归母净利润 9.81 亿元 (+59.44%)，营收首次突破百亿大关。

图 4：公司业绩自 2016/17 财年起逐步改善（亿元，%）

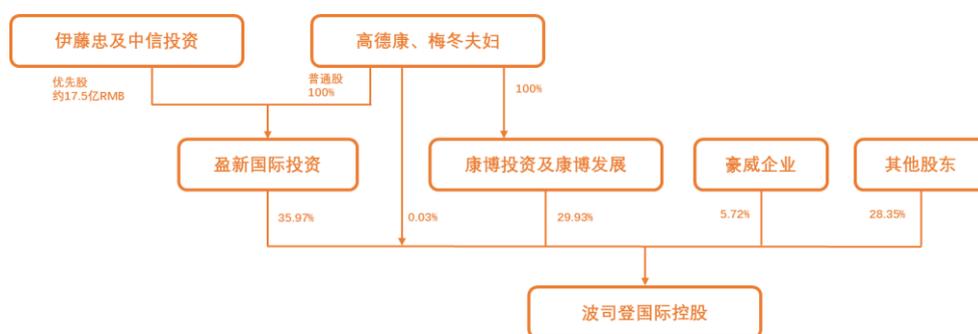


资料来源：Wind，公司年报，天风证券研究所

1.4. 股权结构较为集中，长期保持高分红率

家族控股，股权结构较为集中。公司创始人及实际控制人高德康先生，及其夫人梅冬女士，通过盈新国际、康博投资及康博发展公司，直接或间接共持有公司 65.93% 的股份。实际控制人处于绝对控股位置，股权结构较为集中。此外，2016 年 1 月，高德康先生控股的盈新国际投资公司，向伊藤忠及中信国际资产管理有限公司共同设立 IC International Company Limited，发行 300 亿日元优先股，其中 240 亿日元作为无抵押贷款，获得了国际资本市场的资源与资金支持；同年 9 月，公司以每股 0.93 港元向盈新国际投资增发 18.34 亿新股，作为其贷款资本化。此后，盈新国际投资 100% 优先股由伊藤忠及中信国际资产管理公司共同设立的 IC International company limited 持有。

图 5：股权结构较为集中，高氏夫妇共持有公司 65.93% 的股权



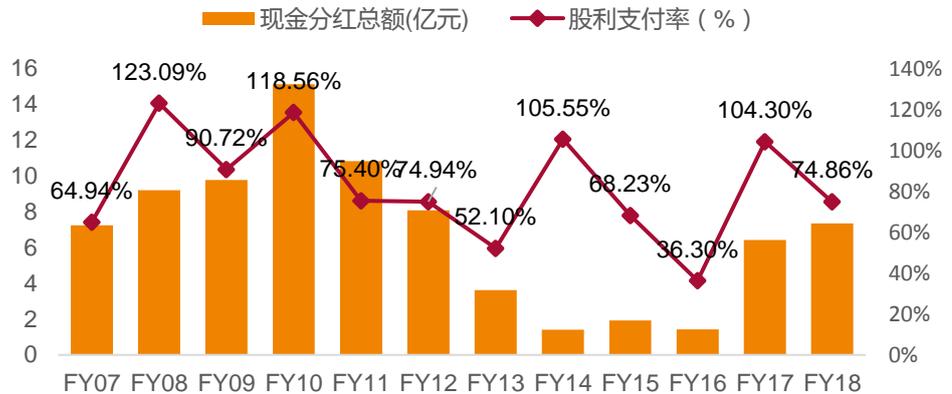
资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：截至 2019 年 3 月 31 日

实际控制人经验丰富，高分红比例彰显公司重视股东回报。公司成立至今，创始人高德康先生担任董事长兼 CEO 重要职位，凭借其 40 多年的行业经验，带领公司多次渡过难关，使波司登成为中国知名服装品牌。上市以来，除 2016/17 财年后，公司股利支付率维持 50%

以上。2018/19 财年公司支付股利 7.35 亿元 (+14.49%)，股利支付率为 74.86%。上市以来累计股利支付总额为 82.41 亿元。

图 6：公司上市以来股利支付率维持较高水平 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 四十余年风雨兼程，复盘公司发展历史

公司作为中国本土羽绒服行业龙头，带动了我国羽绒服行业的发展，可以看作中国羽绒服细分行业发展的缩影，梳理公司发展历史，我们可以将其发展分为以下几个阶段：

2.1. 品牌初创期（1976-1995）

从来料代工走向自有品牌。品牌创始人高德康先生，于 1976 年带领 11 位农民白手起家，成立了江苏常熟白茆镇山泾村缝纫小组，当时的设备仅为 8 台家用缝纫机。初期业务主要承接服装公司代工订单，1980 年正式成立了山泾村服装厂，客户逐步涉及众多国有大型企业。经过资本积累后，1987 年投资 30 万元建立了第一栋厂房，同年开始为上海某品牌加工羽绒服。高德康敏锐察觉到该市场潜力巨大，在工厂生产技术日渐成熟后，于 1990 年斥资 150 万元建立第二栋厂房及办公楼，同时注册了日后闻名世界的“波司登”品牌。

逆势突围，了解消费者需求，销量夺取全国第一。1992 年我国改革开放步伐加快，逐步大力扶持民营经济。公司先后投入 2500 多万元，建设 7 万平米现代化工厂及配套设施，并引入较为先进的流水生产线，生产规模扩大 3-4 倍。而当时国内羽绒服品牌约有近四千家，市场接近饱和，而公司产能过剩容易导致库存积压。1994 年波司登滞销 15 万件羽绒服，约合人民币 2000 多万元，公司突然陷入生死存亡的紧要关头。面对困境，高德康着重于北方市场的调研，从消费者需求入手，总结出面料、款式、版型等方面与北方人的体形需求不符。1995 年夏季，公司开展了反季大促销，销量从 8 万件大幅提升至 62 万件。一年的时间，从滞销的品牌跃升至国内羽绒服品牌销量首位，市场占有率达 16.98%。同年获美国、俄罗斯博览会金奖，首次把时装理念引入羽绒服。

图 7：美国、俄罗斯博览会获奖证书



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2. 品牌发展期（1995-2008）

品质研发两手抓，助力中国科考走向世界“三级”。90年代后半期是我国人均 GDP 迅速提升，服装行业加速成长的阶段。在其他竞争者仍将羽绒作为保暖用途加工时，波司登已经开始质量、设计两手抓。选取高质量羽绒的同时，将含绒量从 60%提升至 90%，而羽绒服没有变厚重，受到消费者广泛的青睐。至 1998 年，波司登三年的累计销量高达 220 万件。与此同时，为了弥补中国登山与极地装备的市场空白，公司一直专注于羽绒服的研发制作，于 1998 年 5 月 24 日，中国登山队队员穿着波司登定制登山服成功登顶珠穆朗玛峰。同年，波司登羽绒服还伴随中国科考队远征南北极，成为中国唯一登上世界“三级”的品牌。

图 8：波司登品牌伴随中国登山队成功登顶珠峰



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 9：波司登品牌伴随中国科考队至北极



资料来源：公司官网，天风证券研究所

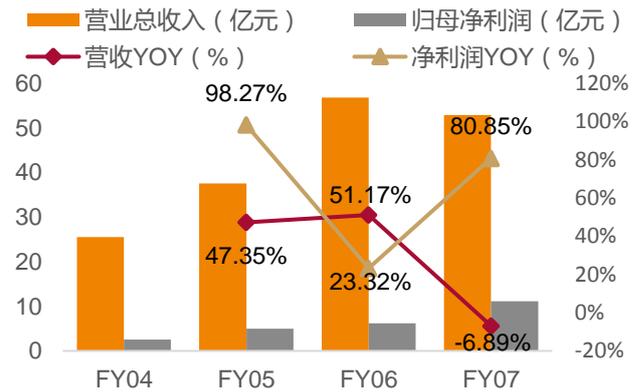
快速打响品牌力，成功走向上市。此时的波司登已经多次出现在大众视野，树立了良好的品牌形象。90 年代末，很少有品牌能荣登央视黄金档的广告，波司登就是其中之一。从 1995 年“波司登给你亲人般的温暖”，到 1996 年“波司登使四海成为一家”，再到 1998 年立志“创世界名牌，扬民族志气”，每一年公司都以成倍的速度发展。1998-2001 年逐步成立雪中飞、冰洁、康博等，多个价格带子品牌，以拓展更广泛的消费群体。2003 至 2005 年波司登赢得央视标王，次年荣获国家质检总局颁发的“世界名牌”荣誉称号，全球三分之一的羽绒服几乎都来自波司登。2007 年 10 月，波司登荣登香港交易所主板上市，FY2007 实现净利润 11.17 亿元（+80.85%），拥有门店 7117 家，净增加门店 273 家。

图 10：国家质检总局颁发“世界名牌称号”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 11：公司上市后净利润大幅提升（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 四季化、多元化探索期（2008-2016）

该阶段初期，全球市场受国际金融危机影响，各行各业公司业绩均有一定下滑。后期国内服装市场受国际快时尚品牌冲击，行业爆发库存危机。面对种种挑战，波司登通过四季化、多元化探索进一步扩展消费客群，同时开展跑马圈地式的快速扩张。而盲目扩张埋下隐患，羽绒服样式老化，性价比低于竞争对手，难以吸引年轻消费群体，最终步入业绩调整期。

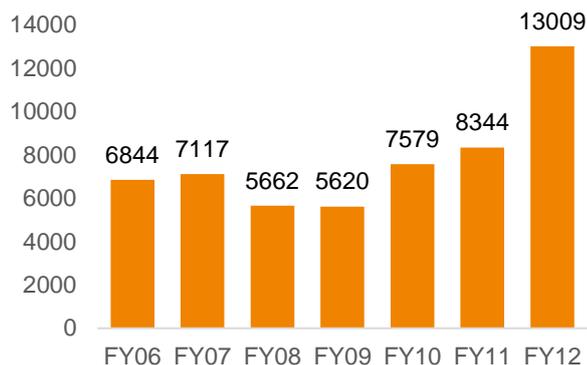
2.3.1. 受金融危机影响，开展四季化探索、渠道扩张策略

四季化探索+渠道扩张，稳步提升公司业绩。2008年爆发全球性的金融危机以来，消费市场日渐低迷，羽绒服可销售季时间短，市场空间较为有限。刚刚上市不久的波司登股价跌至仙股，同时营收净利润出现下滑，FY2008公司实现营收42.83亿元（-19.06%），实现净利润7.48亿元（-33.02%）。为面对业绩下滑挑战，公司实施了一系列应对策略：

- **产品四季化：**2008年9月首家四季服装专卖店开业，标志着公司向产品四季化拓展尝试。2010年公司正式开展四季化和多元化品牌的运作：男装领域诞生了多个品牌，如洛卡维尔、威德罗；休闲装领域孵化瑞琦、摩高等品牌；童装领域为叮当猫品牌。
- **品牌多元化：**加快品牌收购步伐。2011年以8.93亿元收购杰西女装70%股权；2016年收购邦宝70%股权；2017年收购柯利亚诺以及柯罗芭。
- **渠道扩张化：**积极开展跑马圈地式的渠道扩张策略。FY2009公司羽绒主业门店数量为5620家，较FY2007减少1497家，主要系受宏观经济因素影响，终端消费疲软，公司关闭了一批店效较低的店铺。采取渠道扩张策略后，FY2012公司羽绒主业拥有门店13009家，较FY2007大幅提升7389家，仅FY2011净开门店数量高达4665家。

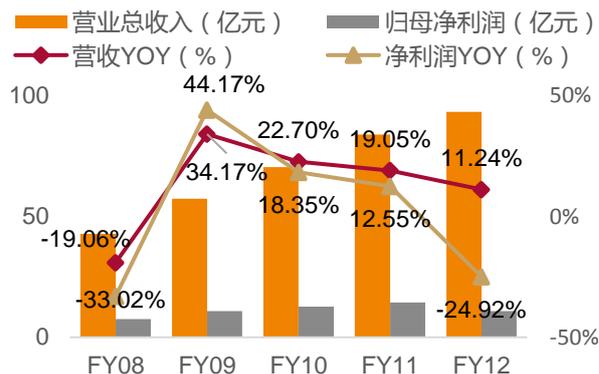
2007/08财年至2012/13财年期间，公司迅速扭转了营收及净利润下滑趋势。FY2012创历史新高，实现营收93.38亿元（+11.24%），五年营收CAGR为12.03%。净利润于FY2011实现历史新高，为14.37亿元（+12.55%），五年净利润CAGR为18.38%。整体来看，公司产品四季化、品牌多元化、渠道扩张化策略效果显著，公司业绩基本保持稳健增长。2012年，公司投资3亿元在伦敦开设旗舰店，主要运营高档男装。旨在借助2012年伦敦奥运会，向来自世界各国的游客展示其品牌，并同时带动国内市场的销售。

图 12：上市以来至 FY2012 公司羽绒主业门店数量快速上升（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：FY2008-FY2012 公司营收基本保持稳定增长（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3.2. 面对快时尚及国际品牌冲击，品牌竞争力不足，业绩进入调整期

在公司业绩刚刚创历史新高时，众多国际快时尚品牌纷纷入驻中国，国内服装行业竞争加剧；与此同时，公司经过前期的粗放式扩张，库存风险加剧，品牌定位及定价出现失误。在国内消费逐步升级的背景下，消费者往往更加青睐国际品牌，致使公司经营雪上加霜。

从外部环境来看：

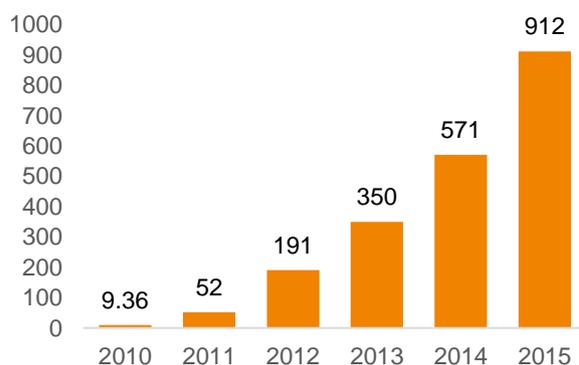
- **生产销售模式革新**：国际快时尚品牌以及国际大牌逐步进驻中国市场，吸引了众多消费者额的目光，使得国内服装行业竞争加剧。然而只依靠简单的“设计-生产-销售”模式获取暴利的时代已不复存在，而如同 UNIQLO、Zara 品牌追求速度与设计的“设计-外包”加工模式，革新供货方法和供应链流程，实现对市场的快速反应，才真正能满足消费者对于服装时尚性的需求。
- **电商渠道发展迅速**：随着电商渠道销售模式逐步兴起，众多企业陆续开设网上店铺，从而促使企业大幅减少了实体店铺的固定成本。百货、街边店等传统实体店的销售渠道高溢价逐步失去部分消费群体，此外低价库存商品涌入电商渠道进一步削弱了品牌影响力。2015 年天猫双十一成交额达 912 亿元（+59.72%），两年内实现约 2 倍增长。

图 14：优衣库 SPA 模式简介



资料来源：优衣库官网，天风证券研究所

图 15：天猫双十一成交额逐年快速增长（亿元）

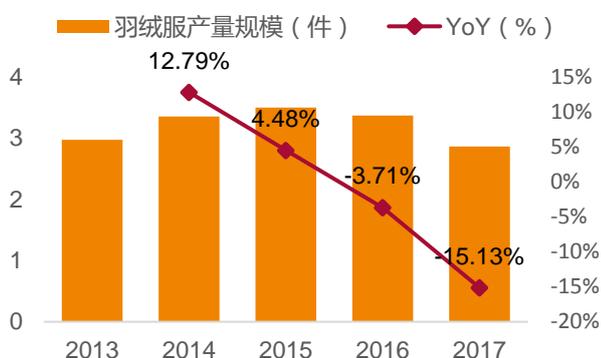


资料来源：天猫，天风证券研究所

- **服装行业库存危机**：前期各品牌通过粗放式的渠道扩张抢占市场份额，门店数量急速扩张，而店铺结构大多以代理店和加盟店为主，品牌对于终端渠道的控制能力和信息掌控能力不足，导致品牌对产品的销售情况无法全面了解，逐步引发库存积压。为获得现金流动，加盟商开始打价格战，羽绒服行业低价竞争，导致市场环境迅速恶化。羽绒服行业产能过剩，2015 年我国羽绒服产量高达 3.5 亿件，之后行业产量逐年下滑。
- **暖冬气候影响销售**：全球受厄尔尼诺现象影响日益严峻，太平洋赤道中东部海域海水

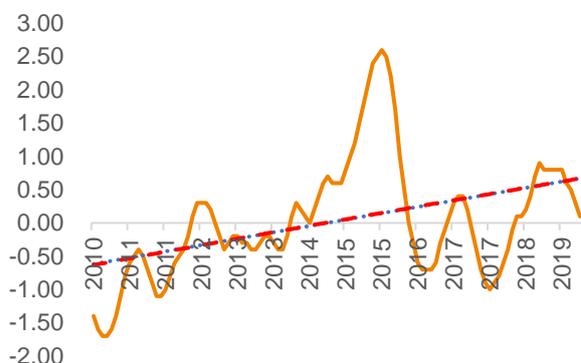
温度异常升高，受海洋变暖影响冬季季风减弱，我国呈现暖冬迹象。2014-2016 年期间正好处于厄尔尼诺现象周期年份，厄尔尼诺指数有所飙升。根据国家气象局消息，2014-2015 年冬季为显著暖冬。因此，消费者对羽绒服的需求在一定程度上有所下降。

图 16: 我国羽绒服产量逐年下滑 (件, %)



资料来源: 华经情报网, 天风证券研究所

图 17: 2014-2016 厄尔尼诺指数飙升



资料来源: 美国国家气象局, 天风证券研究所

从内部环境来看:

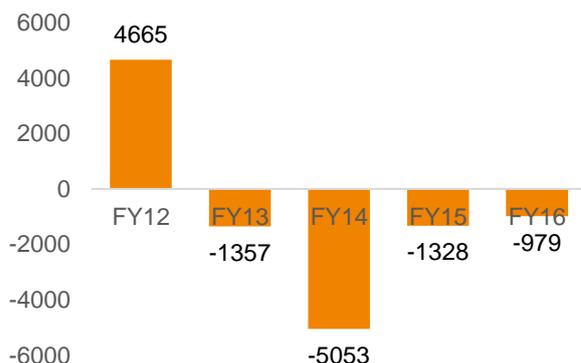
- **库存积压较为严重:** 由于前期产品四季化策略拓展多个品牌，同时渠道粗放式的快速扩张，公司大量铺货而销售滞后，存货风险逐步扩大。同时，FY2012 公司批发渠道收入占比高达 76.61%，庞大的批发商群体在行业竞争加剧时，销售能力及管理能力较弱，加重库存积压带来的影响。公司存货周转率逐年下滑，从 FY2011 的 3.20 次下滑至 FY2014 的 1.73 次。库存大量积压的同时，公司大批量关闭店铺，至 FY2016 公司仅有 4292 家门店，较 FY2012 巅峰时期减少 8717 家，仅 FY2014 年净减少 5053 家门店。FY2013-FY2015 公司营收及净利润均出现下滑，FY2014 实现营收 63.08 亿元 (-23.57%)，实现净利润 1.32 亿元 (-80.97%)，均创上市以来最大跌幅。

图 18: 存货价值较高, 同时周转率逐年下降 (亿元, 次)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 19: FY2013-FY2016 公司净开店数量为负 (家)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

- **产品定位及定价失误:** 波司登品牌定位于中高端羽绒服，主要面向中产及白领客群，然而其产品款式较为陈旧，缺乏流行时尚元素，同时定价高达 2000 元左右。因此一方面难以吸引年轻消费群体的目光，另一方面消费群体更加认同国际大牌所带来的品牌溢价。反观市场上一些新锐品牌，往往能够结合时尚元素迎合年轻消费群体，同时其产品高性价比获得消费者认同。以优衣库为例，其研发的轻薄羽绒服以 399-499 元价格销售，基于产品的年轻时尚带来的巨大消费力。
- **职业经理人快速更迭:** 2015 年 2 月，来自前达芙妮的职业经理人梁旭晖，出于家庭原因宣布辞职，担任公司 CEO 仅 9 个月。此前，公司希望梁旭晖可以在四季类产品

与零售领域发挥重要作用，然而有国际职业经理人背景的梁旭晖并不擅长国内事务，且公司“船大难转身”也是难以改变的现状，同时预示公司四季化产品领域陷入困境。

2.4. 重返主业期（2016-至今）

创始人高德康重新担任 CEO 后，多次反思品牌定位和方法，希望拥抱互联网和年轻人的需求，以谋求公司未来发展方向。用产品和创新回报消费者，用优秀的业绩回报投资者为出发点，开始了波司登新一轮的改革与探索。从初期的小范围尝试，到后期定调聚焦主航道，都离不开创始人高德康的领导与协调，2018/19 财年公司业绩呈现明显提升。

- **清库存调整逐步到位，打造联名产品引流。**2016/17 财年清库存步伐基本进入尾声，存货规模为 14.37 亿元（-11.79%），存货周转率为 2.38 次，同比增加 0.58 次。库存价值及周转率基本回到 2011/12 财年水平。此外，公司开始严控产品生产与规划，避免产生新的库存积压，并尝试羽绒服产品样式创新，保持羽绒服轻薄及保暖性的同时，更加注重时尚元素及功能性的提升，用高科技为羽绒产品增加购买吸引力。2016 年公司分别与迪士尼、Moncler 前男装首席设计师推出联名产品，打造新产品形象。在功能性上，推出抗菌、抗过敏防螨除味的日本科技生态抗菌羽绒 BOSTECH 功能新品。

图 20：波司登与迪士尼推出联名产品



资料来源：腾讯新闻，天风证券研究所

图 21：波司登与 Moncler 前首席设计师推出联名产品



资料来源：腾讯新闻，天风证券研究所

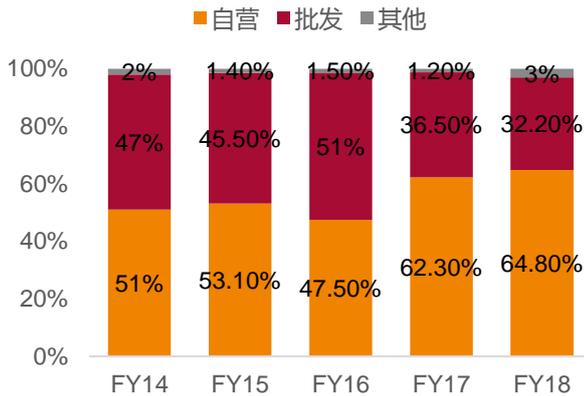
- **定调“聚焦主航道，收缩多元化”策略提振业绩。**波司登回归创业初心，采用创业之初品牌引领的打法，重塑品牌形象，力求激发品牌底蕴与活力。在业务上聚焦主航道，逐步收缩男装、内衣及休闲装业务，做强羽绒服核心主业：

1) **产品端：产品品质+设计焕然一新。**以科技、环保、时尚为主题，更换高端材料，如服装面料（GORE-TEX）、服饰辅料等。设计方面更加大胆，梳理焕然一新的产品形象。此外，发布全新高端户外系列产品，与设计师或与国际知名 IP 的合作进一步升级。

2) **渠道端：渠道优化，视觉一体。**从渠道结构来看，提升自营门店占比，2018/19 财年实现自营门店收入占比为 64.80%，较 2016/17 财年提升 17.30pct。从渠道形象来看，打造“千店换门头”事件，更加简约和现代化，包括大型旗舰店、快闪店，重新布局店内陈设，回归主流商圈。2018/19 财年净开门店 162 家，其中新增 800+店铺，关闭 700+低效店铺。

3) **营销端：全面提升品牌调性。**整合全球优质资源制作广告，通过大片形象和创意拍摄，推动品牌视觉形象升级。分别从央视、分众、小红书、快手及抖音等年轻人喜爱的渠道全面覆盖推广。此外，登陆纽约时装周主会场，观看直播人数超过 120 万，增加品牌曝光率，提升品牌国际知名度。

图 22：直营渠道占比逐年提升（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

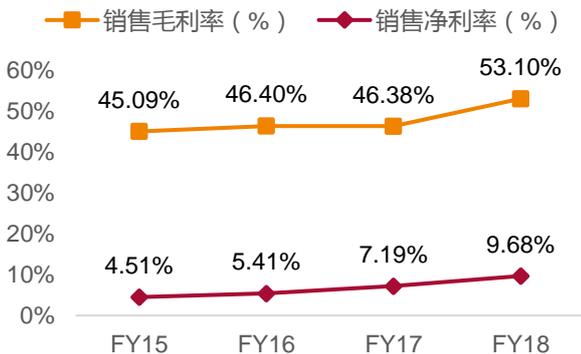
图 23：波司登亮相 2018 纽约时装周



资料来源：公司公告，天风证券研究所

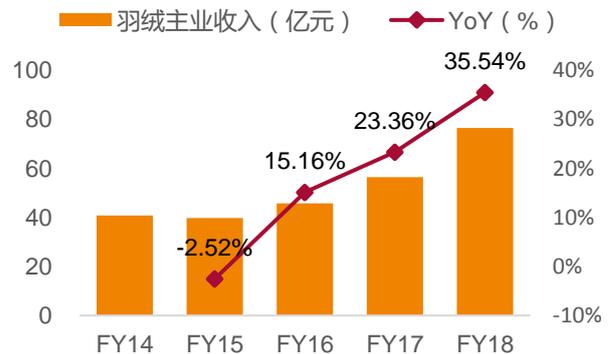
至此，波司登业绩于 2018/19 财年有所提升，边际利润改善明显。2019 中国品牌价值评价信息中，波司登品牌价值为 243.02 亿元，位居纺织服装鞋帽行业首位。从市场占有率来看，根据欧睿国际数据，波司登品牌市占率逐年提升，由 2014 年的 0.4 提升至 2018 年的 0.6。从公司整体的盈利能力来看，FY2018 毛利率为 53.10% (+6.72pct)，净利率为 9.68% (+2.49pct)，毛利率水平提升较为明显。从公司品牌羽绒产品主业来看，FY2018 公司羽绒主业实现收入 76.58 亿元 (+35.54%)，较 FY2015 提升 37.14 亿元，接近翻倍增长。

图 24：波司登 FY2018 毛利率提升明显（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：波司登品牌羽绒服主业收入提升明显（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 羽绒服行业规模较大，未来仍有提升空间

3.1. 我国羽绒服现阶段竞争格局如何？

从行业规模来看，我国羽绒服行业调整到位，规模增速稳健提升。根据中国服装协会数据显示，2019 年我国羽绒服行业市场规模达 1183 亿元，同比增长 10.77%，五年 CAGR 为 11.29%。伴随我国消费升级与消费观念转变的背景下，追求时尚与品质的年轻消费客群成为服装消费市场主流，羽绒服作为时尚单品，消费者购买频率有所上升。预计到 2022 年，我国羽绒服行业市场规模达 1622 亿元，未来四年 CAGR 为 8.21%，每年保持 10% 以上速度增长。

图 26：我国羽绒服行业市场规模逐年稳健增长（亿元，%）

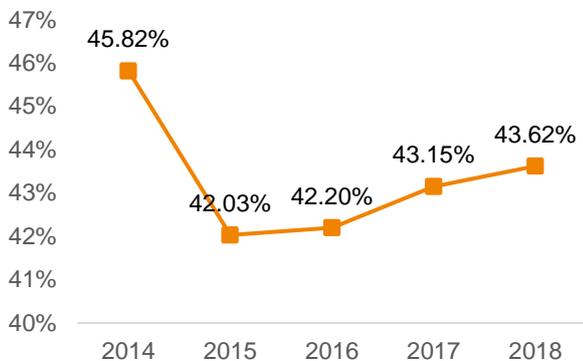


资料来源：中国服装协会，天风证券研究所

从行业集中度来看，行业集中度较高，未来龙头企业市场份额将会进一步提升。2014-2018 年，我国羽绒服行业 CR10 保持在 40%-46% 之间波动，2015 年受行业清库存影响，行业集中度下降明显，之后逐年提升。2018 年我国羽绒服行业 CR10 为 43.62%，同比上升 0.47pct。近年羽绒服市场竞争环境包括全品类服装品牌，如优衣库、GXG、杰克琼斯、ONLY、太平鸟等；同时也包括海外专业知名品牌，如 Moncler、CanadaGoose。随着市场仍将保持激烈竞争态势，羽绒服制造公司逐步向品牌化发展，行业龙头市场份额将会进一步提升。

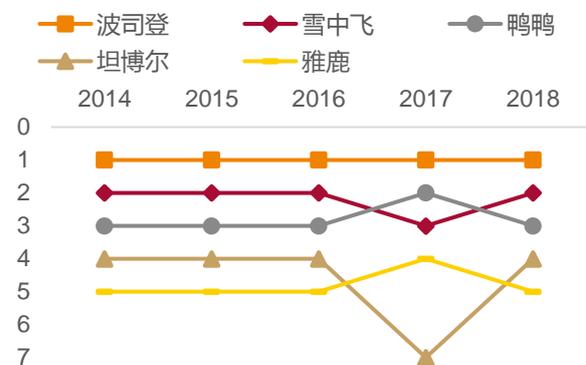
从本土品牌排名来看，波司登处于长期领先位置。1999 年起波司登始终位居第一，雪中飞排名长期稳定在 2-3 名，冰洁排名长期稳定在 9-10 名。2016 年，波司登集团开始逐步整合资源，将设计风格偏向传统的康博品牌退出市场，从而集中精力回归主品牌。

图 27：我国羽绒服行业市场集中度较高（%）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 28：波司登始终位居本土羽绒服品牌第一



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

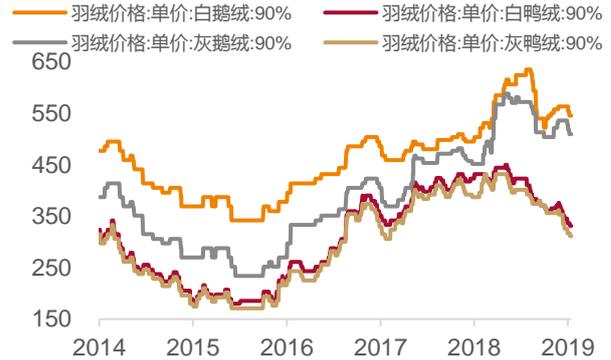
从产品价格带来看，产品均价逐年上涨。根据中国羽协统计数据披露，2010-2018 年我国羽绒服均价整体呈上升趋势，2013-2015 年行业集中清库存阶段，打折促销致使均价下滑。2016-2018 年，行业调整期过后均价逐步回升，2018 年我国羽绒服均价为 555.60 元/件，同比上涨 7.51%。我们认为此轮均价抬升主要受两方面因素影响：1) 需求拉动型因素：伴随消费升级，消费者更加注重时尚性好、功能性强、品质性优的羽绒产品，中高端产品更受消费者青睐。2) 成本推动型因素：2017 年 H7N9 禽流感高发，致使羽绒服原材料鹅绒及鸭绒供应紧张，鹅绒及鸭绒价格逐渐攀升，最终反映至终端产品价格。

图 29：我国羽绒服销售均价逐年上升（元/件，%）



资料来源：中国羽协，天风证券研究所

图 30：我国羽绒服原材料鹅绒及鸭绒近年有所上涨（元）



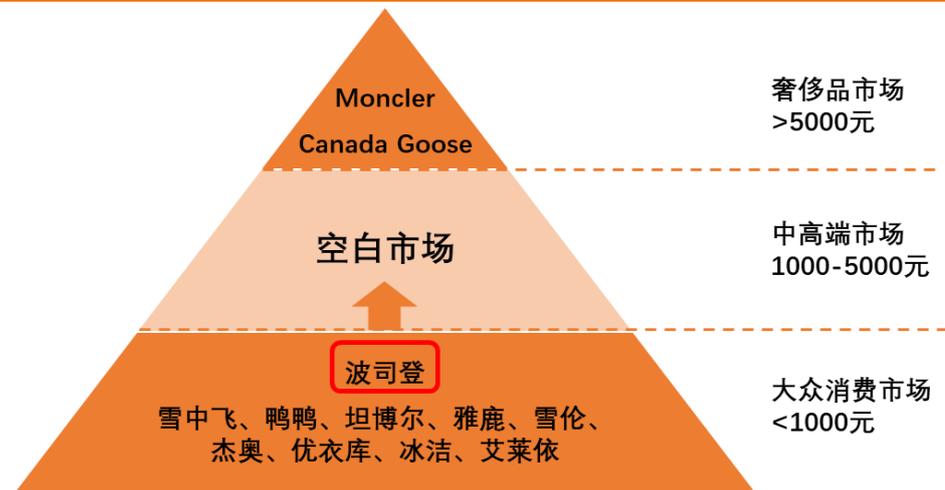
资料来源：中国羽绒金网，天风证券研究所

3.2. 羽绒服行业发展趋势有哪些？

3.2.1. 竞争层级：中高端市场潜力较大

价格天花板被打开，催生中高端产品巨大市场空白。国内羽绒服行业竞争主要长期集中于 1000 元以下的价格带，尽管经过 2015 年行业整体调整，淘汰了一批竞争者，但受近年暖冬因素影响，经营压力持续考验羽绒服生产企业的资金链。Moncler 和 Canada Goose 进驻中国后，大幅拉升羽绒服市场均价，牢牢占据国内羽绒服行业奢侈品定位。因此国内羽绒服行业天花板被打开，催生 1000-5000 元中高端市场空白。波司登捕捉到了潜在的市场变化，通过提升产品设计，重塑产品形象，提升部分新产品系列的售价。2018 年波司登主品牌价格带由 1000 元以下提升至 1300-1500 元。与此同时 1800 元以上的产品占比，从过去 4-5%左右提升至 25%左右。

图 31：中高端羽绒服市场呈现较大市场空白



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

3.2.2. 产品特性：消费观念改变，羽绒服走向功能化、时尚化单品

伴随国内消费需求升级，羽绒服发展呈现功能化、时尚化的特点。消费者不满足于只实现保暖功能的羽绒服，更加关注于其穿在身上的时尚度和功能性。消费者观念的变化，将利好行业内有技术积累和设计能力优势的龙头企业。

- **从功能性来看：**拓展多种产品系列，满足不同消费群体需求，逐步成为羽绒服行业公司发展主流。向休闲时装、运动户外等领域开发产品，不仅可以扩展新的盈利增长点，

同时可以扩展羽绒服企业有限的生存空间。以 Moncler 为例，每个天才创意系列发售，均伴随与之匹配的策划。2019 年 10 月 31 日 GRENOBLE 滑雪系列全球同步发售，实现了专业性能与精致优雅的二者兼备。

- **从时尚性来看：**消费者对于时尚元素的敏感程度逐渐提升，羽绒服品牌融入更多时尚元素，一方面可以在国际时尚界吸引更多媒体关注，从而达到免费推广效果；另一方面可以吸引大量热爱时尚的年轻消费群体，从而提升产品销量拉动公司业绩。以 Moncler 为例，2003 年被意大利企业家 Remo Ruffini 收购后，在面料、工艺、设计上不断升级，彻底时尚化。2009 年挖来 Valentino、GUCCI 前创意总监开发新设计，积极与各大时尚品牌展开联名企划，最终打造出深入人心的高端时尚羽绒服品牌形象。

图 32：Moncler Grenoble 滑雪系列



资料来源：Moncler 官网，天风证券研究所

图 33：Moncler 服装融入十足时尚元素



资料来源：Moncler 官网，天风证券研究所

3.3. 对标 Moncler、Canada Goose 品牌，如何实现业绩稳健增长？

当前国内与国际引领羽绒服行业潮流的两大品牌，无疑是 Moncler 与 Canada Goose，两家公司均有较为悠久的历史，也同样经历过品牌发展的瓶颈期。两家公司的产品围绕时尚性与功能性，以较高的产品单价，实现了业绩的较高速增长，背后真正的原因在于其品牌力的巨大推动。波司登品牌创始已有 43 个年头，40 余年的沉淀，独具匠心的精神，独特的品牌故事逐渐深入国人内心，也是其独有的核心竞争力。

3.3.1. Moncler：以时尚元素打造奢侈品级羽绒服产品

品牌定位高端，展现独特设计理念。Moncler（盟可睐）于 1952 年在法国格勒诺布尔的 Monestier-de-Clermont 成立，现公司总部位于意大利。长期以来，公司致力于汲取登山专家的知识，将品牌风格与科学研究融为一体，同时综合极端需求与日常城市生活融为一体。2003 年，雷莫鲁菲尼（Remo Ruffini）收购 Moncler，将品牌重新定位，呈现出前所未有的独特性，其轻而暖的穿着感、新颖的设计、易于被发现的用色，吸引了无数人的追捧，成就了奢侈品级羽绒服产品。2018 年该品牌实现营收折合人民币 111.44 亿元，位居羽绒服行业第一，享有“羽皇”盛名，其线下拥有零售网点 386 家。

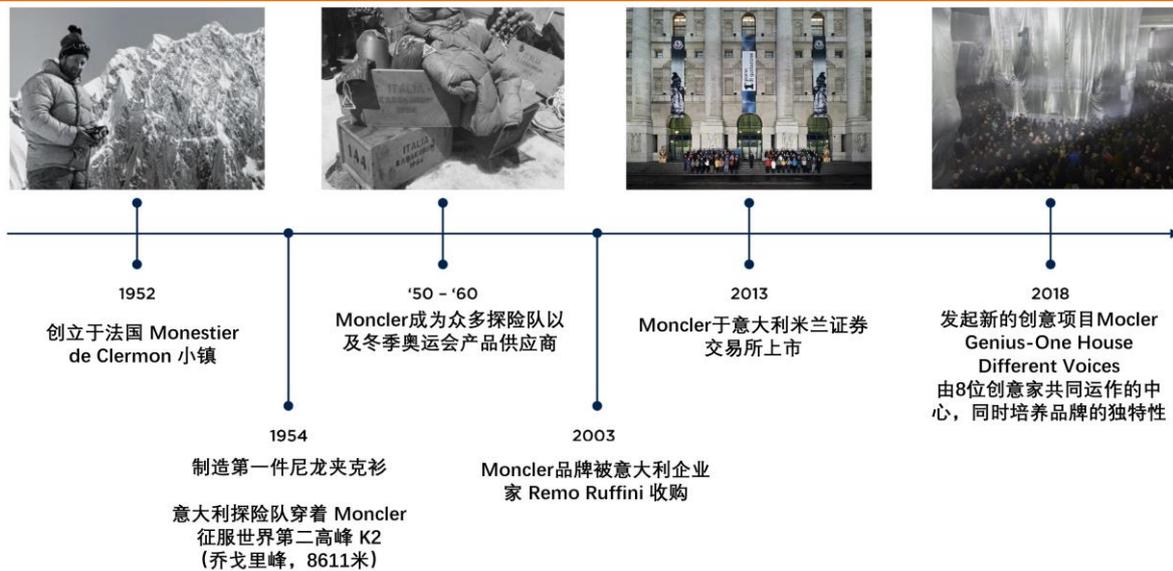
纵观其品牌 60 余年历史，我们可以大致分为以下几个阶段：

- **品牌初创期（1952-1964）：**Moncler 曾是 1952 年创立于法国 Monestier de Clermon 小镇的户外服饰品牌。最初生产露营帐篷、睡袋等户外用品。后来在设计用于冬季冷水作业的防寒工作服上获得启发，开始生产能远征极地的登山滑雪羽绒服。1954 年，意大利探险队穿着 Moncler 征服了世界第二高峰 K2（乔戈里峰，8611 米）。
- **品牌发展期（1964-1990）：**1964 年 Moncler 成为阿拉斯加探险队的官方供应商；1968 年成为格勒诺布尔（Grenoble）冬季奥运会官方供应商，法国国家滑雪队的赞助商。

20 世纪 80 年代，随着欧洲户外运动的进一步兴起，越来越多的中高收入群体开始热衷滑雪这一项运动，Moncler 自然成为该群体的首选。

- **发展瓶颈期 (1990-2003)**: 随着户外运动市场逐步扩大，平价户外服品牌逐渐崛起，消费者拥有更多更低成本的选择。Moncler 逐步向城市进发，然而羽绒服市场上升空间有限，Moncler 面临举步维艰的经营惨状。
- **转型发展期 (2003-至今)**: 2003 年，Moncler 被意大利企业家 Remo Ruffini 收购。为了彻底扭转被动的局面，Remo Ruffini 加强把控产品品质，同时在面料、工艺、设计上不断升级，打造走在羽绒服行业最前沿的高品质服饰。2013 年 Moncler 于米兰证券交易所上市，开始走向全球化发展的步伐。2018 年创意项目 Moncler Genius 成立，致力于培育品牌独特性，每当新产品全球巡演时，总能引起时尚界广泛关注。

图 34: Moncler 发展历程简介



资料来源: Moncler 官网, 天风证券研究所

我们认为，Moncler 产品之所以能够引领全球羽绒服行业发展，主要系以下几个因素：

1) 品牌调性定位高端: Moncler 超过 60 余年的发展过程中，多次成为探险队及冬奥会的赞助商，品牌专业度形象深入人心。其次，公司 2003 年被收购后，从体育用品店搬迁到时尚商圈附近，提升品牌品味。与此同时，Moncler 多次出现在米兰、巴黎及纽约时装周，不断提升品牌知名度，最终打造出高端时尚羽绒服品牌形象，受到众多名人青睐与追捧。

2) 产品品质严格把控: 2003 年 Moncler 品牌被 Remo Ruffini 收购后，收回品牌授予世界各地供应商的生产权，将产品集中在欧洲生产，以便加强把控产品品质。羽绒含量是羽绒服保暖的关键因素，绒的百分比越高越温暖，Moncler 产品包含至少 90% 鹅绒簇以及 10% 小羽毛，Moncler 羽绒服蓬松度达 710FP 以上，高于户外羽绒服 650FP 标准。此外，创新型高性能尼龙材料 Longue Saison、Doudoune d'Air 填充力极高，且拥有保暖轻便的特性。

3) 产品设计引领潮流: 2003 年 Remo Ruffini 决心将 Moncler 彻底时尚化，先后挖来 Valentino、GUCCI 的前创意总监开发新设计，积极与各大时尚品牌展开联名企划，颠覆了大众对羽绒服的既有印象。产品设计向年轻化、时尚化迈进，为羽绒服注入时尚的基因。特别是 2018 年推出 Moncler Genius 项目，打破现有时装零售格局的商业理念，要邀请来自各个领域的 8 位设计师在每个月推出不同的系列，在全球指定旗舰店分批发售。

图 35: Moncler 2018 米兰春夏时装周



资料来源: Moncler 官网, 天风证券研究所

图 36: Moncler Genius 核心设计团队



资料来源: Moncler 官网, 天风证券研究所

3.3.2. Canada Goose: 品牌故事塑造行业专家形象

以品牌故事传递专业形象。Canada Goose(加拿大鹅)拥有 60 余年品牌历史,最初于 1957 年由 Sam Tick 创办于加拿大多伦多。后历经祖孙三代,由小型制造商转变为具有全球业绩的豪华外套品牌。Canada Goose 始终致力于“加拿大制造”,可抵挡零下三四十摄氏度的严寒,成为南极科考队的标准装备,防寒保暖性能十足。产品风格以基本款为主的同时,考虑人体美学设计,分为修身款、常规款及宽松款,以满足不同场景的需要。作为加拿大国宝级品牌,凭借优良的口碑及明星传播效应,成为全球羽绒服业具有影响力的品牌之一。

纵观其品牌 60 余年历史,我们可以大致分为以下几个阶段:

- **品牌初创期(1957-1997):** 拥有强烈企业家精神的 Sam Tick 移民至加拿大。1957 年成立了 Metro Sportswear, 专营羊毛马甲、雨衣和雪地摩托车服。David Reiss 作为创始人女婿加入公司,并发明容积式羽绒灌装机,同时创立 Snow Goose 品牌,后来更名 Canada Goose。20 世纪 80 年代受到全球寒冷地区的启发,开发 Expedition parka 大衣,以满足南极麦克默多科考站科学家的独特需求,成为日后南极科考标准装备。1982 年 Laurie Skreslet 身穿定制派克大衣,成为第一个登顶珠穆朗玛峰的加拿大人。
- **高速发展期(1997-2010):** Sam Tick 的外孙 Dani Reiss 于 1997 年加入 Canada Goose,并于 2001 年成为 CEO。Dani 承诺坚持“加拿大制造”,保证其品牌质量。由此,Canada Goose 由小型制造商逐步转变为全球业绩的豪华外套品牌,点燃了该公司的成长之路。宣传方面,与雪橇选手 Lance Mackey 合作,支持北极探险。2004 年,Canada Goose 首次在《后天》和《国家宝藏》两部影片中亮相,扩展其知名度。
- **全球扩张期(2010-至今):** 2010 年 Canada Goose 收购与温尼伯的制造基地,以满足不断增长的产品需求,并进一步践行“加拿大制造”承诺。次年发布多款适合各种气候及高强度运动的更轻盈产品,包括 Hybridgelite 夹克,该产品赢得《户外》杂志著名的“年度装备”大奖,被誉为最佳越野夹克。2014 年正式启用位于多伦多的全球总部,大幅提升其生产能力。雇佣加拿大裁剪劳动产业 6%的劳动力,并获得联邦政府的嘉奖。2016 年于多伦多和纽约开设了两间旗舰店,以现代创新融合 Canada Goose 和极地传统为客户提供广泛的产品选择。2019 年加拿大第八家制造工厂在蒙特利尔开业,恪守其加拿大制造的核心下装产品承诺,积极进取扩大和重建国内服装制造业。

图 37: Canada Goose 发展历程简介



资料来源: Canada Goose 官网, 天风证券研究所

我们认为, Canada Goose 产品之所以能够做到快速发展, 主要系以下几个因素:

1) 深厚的品牌文化底蕴: Canada Goose 最早可追溯至 1957 年, 历经三代家族掌门人, 凭借着多年稳固的生产技术和经验, 奠定品牌强大的历史底蕴。1982 年, 极限运动员 Laurie Skreslet 穿着定制羽绒服, 成为加拿大登顶珠穆朗玛峰第一人, 同时也间接地成为品牌营销的第一人。品牌成立 50 周年之际, Canada Goose 出版了第一本“大鹅先锋”名册, 这些冒险者的真实旅程、成就以及面对极端环境所展示的态度, 在一定程度上奠定品牌基础, 宣扬了其核心理念。

2) 恪守加拿大产品制造: 当许多品牌公司为了节约成本, 将产品生产线移到亚洲发展中国家时, Canada Goose 仍然坚持本土生产。从设计、剪裁到加工缝制均在加拿大境内, 全程手工制作, 人工成本较高, 最大程度保证每一件羽绒服的质量。填充物采用了顶级的白鸭绒, 产自极寒地带, 具有轻便保暖特性。填充物灌装技术 1970s 年代发明沿用至今。

图 38: Goose People 讲述冒险者心路历程



资料来源: Canada Goose 官网, 天风证券研究所

图 39: 加拿大手工制作保证品质



资料来源: Canada Goose 官网, 天风证券研究所

3) 提供产品多样性选择: 从设计角度来看, 考虑消费者穿着美感, 如 Parka 大衣系列, 收腰设计不显体态臃肿。从便捷性角度来看, 保暖便携两不误, 如 Light weight 系列, 可以收纳成折伞的大小, 携带方便, 适合经常旅行出差人士。从环保公益角度看, 与 PBI (保护北极熊国际组织) 合作款, 捐赠每笔销售的部分给 PBI, 以支持保护北极熊的栖息地。此外, Canada Goose 自创从 1 至 5 阶段性温感经验 TEL 值, 每一款羽绒服有对应的 TEL

值，可以根据居住地或目的地的温度选择需要的款式，极大方便顾客挑选和购买。

4) **传递羽绒产品专业性**：品牌成立之初，Canada Goose 为安大略省的警察制作冬季执勤大衣和羊毛衫，随后又为极地工作者、护林员、石油工程师等制作服装。这一批户外工作人群口口相传，形成防寒保暖实用耐穿的品牌印象。此外，具备卓越保暖性的 Canada Goose 经常出现于各大寒冷地区片场，被称为寒冷地区电影人士的（非）官方夹克。同时也出现在电影荧幕上，2004 年，首次在《后天》和《国家宝藏》两部影片中亮相，获得了巨大的荧幕效应，在提升品牌知名度的同时，节约不必要的宣传成本。

图 40：羽绒服 TEL 五级防护



资料来源：Canada Goose 官网，天风证券研究所

图 41：电影拍摄剧组（非）官方夹克

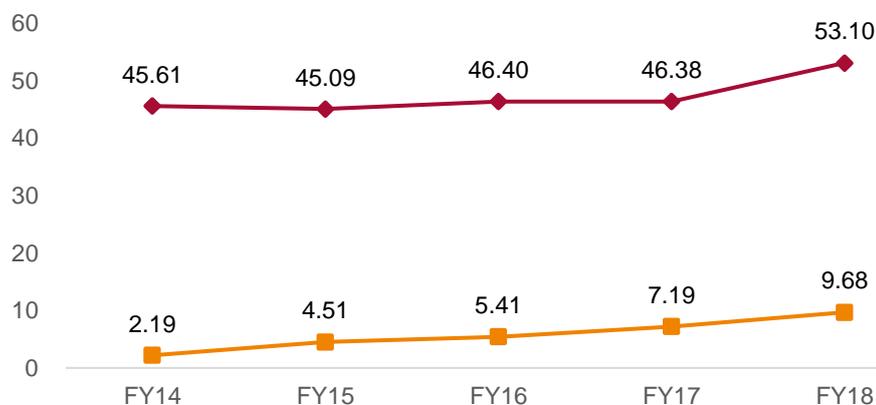


资料来源：Canada Goose 官网，天风证券研究所

4. 调整到位：品牌重塑，业绩复苏

从业绩来看，在经历了 2014-2016 年连续三年的下跌之后，2017 年波司登扭转趋势，营收恢复增长，净利润大增 39.48%至 3.92 亿，销售毛利率上升 1.3pct 至 46.4%，逐渐复苏。2018 年，波司登业绩大幅提升，中高端销量提升 500%以上，股价逆势上涨 132.8%。

图 42：波司登净利率、毛利率上升 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从品牌重塑角度来看，2018 年，国家品牌计划宣布波司登为唯一入选的服装品牌，并与其达成 3 年战略合作；2019 年，波司登以品牌强度 982、品牌价值 243.02 亿元荣登纺织服装鞋帽行业榜首。

由此可见，波司登实现了品牌与业绩的双重“逆袭”。我们认为，波司登在新战略引导下对产品、渠道和营销等做出的大力度改革升级是其“逆袭”不可或缺的因素。

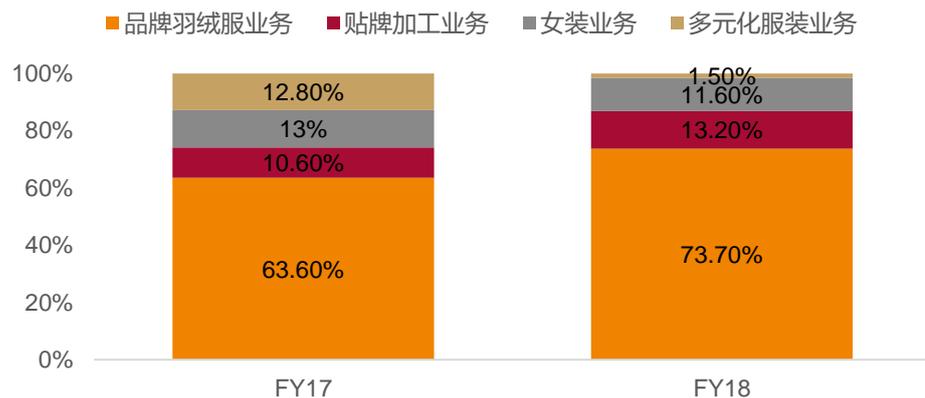
4.1. 战略调整：回归初心，做强羽绒服核心主业

2007-2017年，波司登采取“以羽绒服业务为核心，多品牌化、四季化、国际化”的集团策略。四季化、多元化的服装品牌拓宽了业务范围，分散了资源，从而使淡季的产能得到了合理利用。

羽绒服行业空间的显现是集团战略转型的重要契机。近年来，羽绒服市场趋势有所转变。2015年来国际高端羽绒服品牌 Moncler 和 Canada Goose 的进入大幅拉升了羽绒服的售价，羽绒服首次被划入了奢侈品品类(零售价超过 5000 元)，由此催生出了价格段为 1000-5000 元的巨大市场空白。波司登集团敏锐地捕捉到了市场变化趋势，决定调整战略，抓住羽绒服产品在国内市场日趋活跃的新机遇，回归主品牌，进行品牌重塑，打造高端羽绒服产品。

2018年3月，波司登推出了“聚焦主航道、聚集主品牌、收缩多元化”的新品牌战略。该战略旨在聚焦“以功能为中心”的主航道，专注主品牌羽绒服产品的发展，收缩多元化服装业务。在进行产品结构调整，收缩四季化产品并将业务归拢后，主品牌羽绒服业务 2018/19 财年占总收入比重达到了 73.7%，同比提升 35.5%，为集团最大收入来源；而多元化服装业务收入占比较 2017/18 财年大幅收缩 11.3 个百分点至 1.5%。

图 43：2018-2019 各分部收入占比 (%)



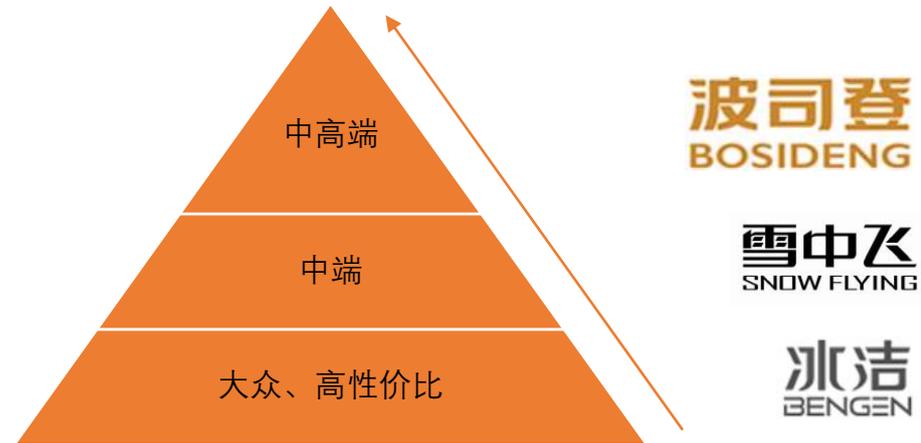
资料来源：公司公告，天风证券研究所

在新战略领导下，集团为各业务分部规划了不同的发展道路，促进其与消费者的喜好和市场发展方向紧密连接，并产生协同作用。

1) **羽绒服业务**：羽绒服产品为大众防御寒冷的必需品，行业市场空间超千亿规模。顺应时势，聚焦羽绒服产品，把主品牌“做活”、“做强”无疑是正确的战略选择。羽绒服业务是集团增长的主要动力。其中，主品牌波司登将回归“羽绒服专家”品牌定位，持续提高品牌影响力，进行品牌重塑；波司登旗下羽绒服副牌雪中飞、冰洁也取得了良好的业绩，雪中飞全网破亿。

在这一业务分部下，主品牌波司登、自有品牌雪中飞和冰洁三个品牌区分定位，中高端品牌波司登携中端品牌雪中飞及高性价比品牌冰洁共同发力，提升市场份额。目前整个集团转型向纵深发展，通过管理经验的输出，波司登可从单一品牌实现未来羽绒服多品牌发展，在羽绒服赛道满足高中低端消费需求。

图 44：羽绒服业务品牌矩阵



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- 2) **贴牌加工管理业务：**继续合理利用淡季产能，提高生产效率，加大与重点客户的战略合作，加大对国内工厂的设备改造、环保投入，同时合理利用伊藤忠的合作资源，提升东南亚工厂的工艺技术能力。近年来，集团逐渐加大了原始设计制造的业务比重，提升了客户的粘性，推动订单数量大幅提升。
- 3) **女装业务：**集团旗下女装品牌包括 JESSIE、BUOUBUOU、柯利亚诺及柯罗芭。经过多年的深耕运营，四个品牌都积累了大量的消费者。鉴于国内女装行业前景良好，集团将致力于提升女装业务的内在运营和管理效率，整合女装资源以提高协同效应，并适度地扩展优质渠道。同时，集团将继续发掘具有潜力的女装品牌，进一步拓展女装平台。
- 4) **多元化业务：**作为集团其他业务的补充，多元化服装业务目前主要包括男装业务，校服业务及童装业务。男装业务毛利较低，经过了快速收缩营收占比大幅下降。未来多元化业务分部将主打校服业务和童装业务。其中校服业务注重直营客户开发，主要与国际学校、教育集团合作，客户具有一定忠诚度；童装业务与国际品牌合作，将持续拓展渠道，打造多品牌儿童生活馆。

4.2. 产品端：严选品质，匠心设计，高端化趋势凸显

聚焦主品牌发展后，波司登开始了产品升级，在高品质的基础上提升产品时尚性，打造**高端产品**。为抢占羽绒服中高端市场，波司登对产品工艺、设计、功能以及结构方面都进行了优化升级，坚守高品质的同时把握时尚消费升级机遇，逐渐变身为备受关注的“国潮”时尚品牌，向高端化发展。

4.2.1. 以高端品质做高端品牌

波司登具有领先技术优势，研发能力强。经过 43 年的发展，波司登共计拥有专利 177 项，获得高新技术产品认证 3 项，开展科技项目 23 项，并且曾参与了 5 项国际标准、9 项国家标准、4 项行业标准的起草修订工作，制定各类企业技术标准 218 项，研发能力突出。2019 年 11 月，GB/T 14272《羽绒服装》国家标准预审会在波司登总部召开，集团参与了最新羽绒服国家标准的修订，引领羽绒服品牌企业的发展。

波司登十分注重产品质量，对羽绒品质、含绒量、蓬松度及面料严格把关。早在 1995 年，波司登先于全国将产品含绒量提升至 90%，引领了羽绒服行业产品品质的迈进。每一款羽绒服出厂前均经过了 24 小时零下 30℃ 材料极寒测试、15000-20000 次面料摩擦测试以及 10000 次拉链拉滑测试，保证产品功能性。2018 年，凭借出色的产品质量，主品牌波司登获得“2018 年度户外装备大奖”。

表 2：波司登主要产品特点及优势

入门级产品	波司登产品	优势
普通鸭绒、鹅绒等，清洁度 450+	采用 5A 级优质羽绒，清洁度 600+	获瑞士蓝标、国际 RDS 认证，高安全性与保暖性。
含绒量 50%	含绒量 90%	保暖性高
蓬松度 480+	蓬松度 800+	保暖性高
每 3cm 衍缝线 9 针	每 3cm 衍缝线 13 针	细密针脚可保护面料、防钻绒、防水
190T, 210T 低档涤塔夫	高密度超细纤维内胆	重量轻、防跑绒
TC 布、防雨绸、防绒布等	GORE-TEX 面料	宇航、军事、科考应用级面料，防风、防水、透气、保暖

资料来源：公司官网，天风证券研究所

凭借产品的出色功能性，波司登成为中国唯一征服“世界三极”的羽绒服品牌，助力中国登山事业、体育事业和南北极科考事业，其产品伴随中国运动员与科考队跨越高山、征服极地、抗击风雪。

- **两次登顶珠峰：**1998 年 5 月 24 日，中国登山队队员穿着波司登羽绒登山服成功登顶珠穆朗玛峰，将“中国波司登登山队”队旗放到了海拔 8844.43 米的世界最高峰。2019 年 5 月 23 日，波司登又再次助力中国国家登山队实现全员成功登顶珠峰。两次助力登山是波司登能扛-40℃极寒和 10 级大风的产品硬实力的证明。

图 45：2019 年波司登再次助力中国登山队登上珠峰



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- **助力滑雪项目冬奥会首金：**2006 年都灵冬奥会上，韩晓鹏身穿波司登自主研发的滑雪服，为中国赢得雪上项目男子首金。他身着的兼具科技感、高性能与中国特色的波司登滑雪服现已被瑞士洛桑国际奥林匹克博物馆珍藏。
- **伴随南北极科考：**1998 年 7 月，波司登羽绒服随中国北极科考队出征格兰豪威岛，以温暖抵御极地严寒，见证北极科考之行。1999 年 10 月，波司登随“雪龙号”南极科学考察队远征南极，再次挑战极地高寒。

2019 年 10 月 30 日，波司登发布了全新万元高科技羽绒服“登峰”系列，巩固了其专业+高端的品牌形象。此系列羽绒服售价区间为 5800 元—11800 元，所采取的羽绒服制造尖端科技及其产品本身性能均属行业领先。波司登登峰系列的含绒量达到了 95%，蓬松度高达 1000，属超 5A 级别。在产品品质方面，波司登无疑已不逊色于国际高端羽绒服品牌。

图 46：“登峰”系列所使用的科技与工艺



资料来源：公司官网，天风证券研究所

高品质的产品为波司登带来了亮眼的销售业绩，且品牌高端化趋势明显。

从价格来看：2018/19 财年波司登整体产品价格带上移，1000 元以下产品占比减少至 12.1%，1000-1800 元区间的产品较去年提升 16.2 个百分点至 63.8%，1800 元以上产品占比近四分之一。其中天猫店高客单商品（1800 以上）销售额同比提升 147%，高客单在店铺占比同比提升 56%。

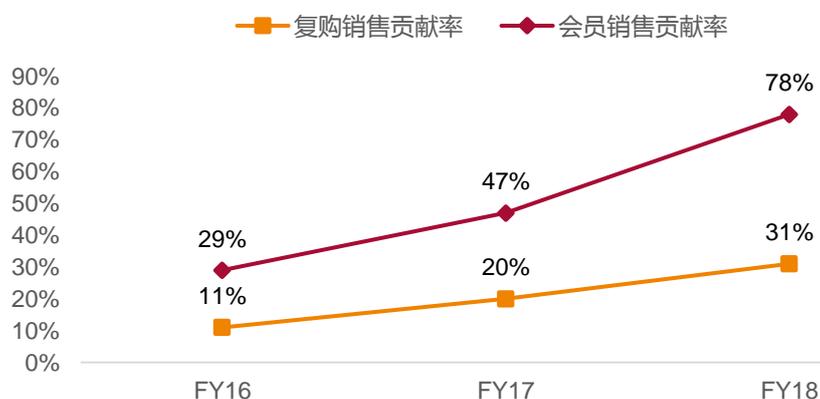
表 3：波司登各价格带产品销量占比

价格带	FY2017	FY2018
<1000	47%	12%
1000-1800	47.6%	63.8%
>1800	4.8%	24.1%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从消费人群来看：优质产品提升了消费者的品牌忠诚度，会员同比复购人数提升 93%，且新零售绑卡会员也得到了大幅提升，仅 2019 双 11 期间新增会员高达 50w，同比提升超 100%；同时，对产品价格敏感度低、对产品质量要求高的高品质会员数量显著提升，88VIP 购买人数同比提升 80%；且会员消费转化保持稳定增长，平均消费转化率达 59%。

图 47：复购销售、会员销售贡献率提升（%）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.2.2. 以高端设计赢高端市场

当前，羽绒服已不仅仅聚焦保暖功能，正逐渐向时尚功能靠拢。作为市场占有率第一的国产品牌，波司登也已经开始推动产品在保持功能性的同时促进羽绒服从臃肿向休闲化、时装化的变革，持续提升行业时尚品味。

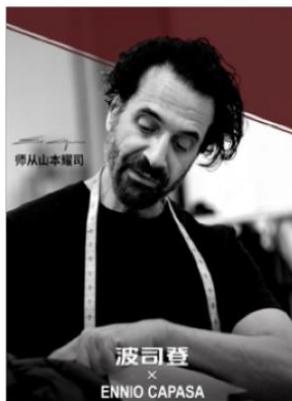
2018年10月，波司登与三大国际知名设计师合作发布全新联名系列。和波司登之前的“土味款”相比，新系列的确在视觉感官上提升了一个档次：比如 Antonin 侧重于新颖廓形和法式充绒大衣，Tim Coppens 更侧重科技工艺，而 Ennio Capasa 将精致裁剪与现代利落的运动装结合。该设计师联名系列发售当天，天猫官方旗舰店迅速售罄，线下门店也供不应求。联名系列发布后一周，关于“波司登”的百度搜索指数同比2017增长84%，品牌时尚性定位逐步成型，消费者的品牌认知开始改变。

图 48：波司登与三大国际知名设计师合作



ATLEIN (French)

Antonin Tron是当下法国当红新生代设计师，曾为纪梵希GIVENCHY，巴黎世家BALENCIAGA等品牌的设计师，获得法国ANDAM设计大奖。将羽绒服的舒适性、实用性和设计创造力融为一体。



Ennio Capasa (Italy)

Ennio Capasa，专注设计32年，意大利年度时尚设计LAKORE大奖。纽约时报称“启发并革命性改变了90年代时尚”设计师。创立 COSTUME NATIONAL备受国际时尚圈及明星追捧。



Tim Coppens (USA)

Tim Coppens曾任拉夫·劳伦设计总监、卡尔·拉格斐创意总监，现任安德玛的UAS执行创意总监。曾获LVHM年度最终提名奖和美国时装设计师协会(CFDA) 施华洛世奇奖。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

将艺术与专业工艺融合，赋予产品“高颜值”。2019年波司登发布了“极寒、星空、地表”三个系列新品，将艺术与羽绒服结合，在远古文明和现代科技的碰撞中探索美好当下，同时用色彩诠释自然之美。其中，“星空”系列灵感源于意大利艺术家 Ottavio Fabbri 专门为波司登创作的油画“星空”。波司登运用专业工艺将其融入羽绒服设计，表达了宇宙极致浪漫，以浓烈紫、荧光黄、深邃兰等色彩元素，完美呈现了夜空、繁星、银河。

图 49：国际超模“肯豆”身穿星空系列羽绒服



资料来源：搜狐，天风证券研究所

图 50：意大利艺术家 Ottavio Fabbri 与《星空》



资料来源：搜狐，天风证券研究所

加入特色流行元素，广受市场好评。波司登与意大利设计师 Pietro Ferragina (皮耶特罗) 合作的设计师系列一经推出就受到了消费者的追捧。这位意大利设计师专注于时装领域 30

年，曾在 Prada、Giorgio Armani、Versace、Max Mara 等国际奢侈品牌担任高级设计师与创意顾问。整个系列在运用各种专业羽绒科技之余，把派克、飞行员夹克、工装等经典款式和各种色彩及细节流行元素结合在设计中，成为了国际流行的“街拍款”。

图 51：众多国际明星在街拍中身穿波司登设计师系列



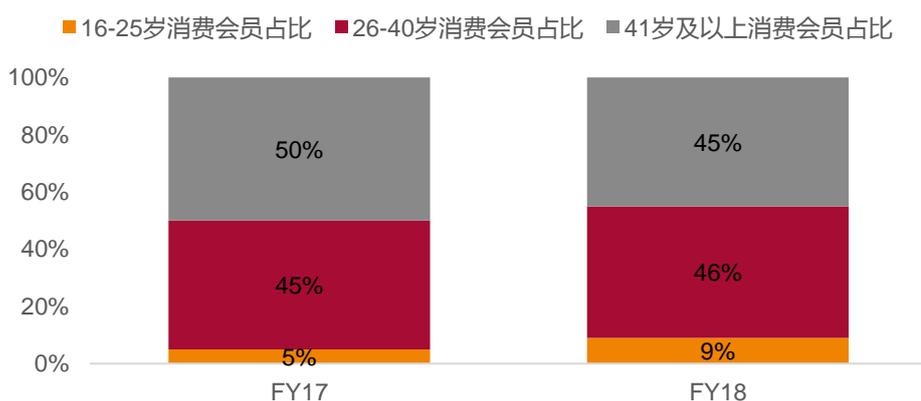
资料来源：腾讯网，天风证券研究所

提升产品时尚性促进了波司登的品牌重塑进程，满足了消费者对产品外观的需求，真正打造了国产时尚高端羽绒服品牌。

从产品来看：2019 双十一期间颇具时尚性的设计师系列销售同比增幅 1139%，其销量占比有所提升，反映了消费者对高时尚性羽绒服产品的需求提升。

从消费人群来看：目前，波司登购买人群呈年轻化、潮流化、奢华化等趋势。2018/19 财年，16-25 岁的消费会员占比由去年同期的 5% 上升至 9%；2019 双十一期间，18-34 岁购买人数同比提升 51%，奢华、潮流人群同比提升 70%，一二线城市购买消费者同比提升 56%。

图 52：消费会员年轻化 (%)



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.3. 渠道全方位升级

目前波司登以线下销售为主。其零售网点包括集团与第三方经销商经营的专卖店与寄售网点。2018/19 财年羽绒服业务的零售网点较 18 年同期增加 162 家至 4628 家，其中自营零售网点净增 205 家至 1628 家，第三方经销商经营零售网点净减少 43 家至 3000 家。

表 4: 羽绒服业务零售网点数量

	FY2018	较 FY2017 变动
专卖店	3131	250
集团经营	806	241
第三方经销商经营	2325	9
寄售网点	1497	-88
集团经营	822	-36
第三方经销商经营	675	-52
合计	4628	162

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

线上销售占比持续扩大。2018/19 财年线上销售收入相较 2018 年同比提升 55.6%，线上销售占比达到 23.1%。未来集团将持续加大对线上渠道扩张的投入，拓展合作项目，增加线上专供款，逐步提升品牌影响力。我们预计未来公司线上销售占比有望提升至 30%以上。

表 5: 羽绒服业务线上线下销售占比

单位: 百万元	FY2017	FY2018
线上销售	1135.0	1766.2
YoY	49.9%	55.6%
线上占比	20.1%	23.1%
线下销售	4516.0	5891.3
总计	5651.0	7657.5

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

实行新战略后，波司登围绕全新定位对渠道进行了全方位升级，进行渠道结构调整，加强渠道建设。包括重回主流商圈、更新门店形象、提升门店体验、新开海外门店、关闭低效店铺、大力拓展线上业务等。

1) **积极扩大渠道，重回主流商圈：**波司登在渠道的扩展上显示出了很强的冲劲。在国内以购物中心、百货商场、核心商圈街边店为新店进驻方向，入驻了上海南京东路、北京西单、杭州大厦、成都春熙路、天津滨江道等全国地标性商圈，2018/19 财年净增门店数量 106 家，同时进一步提升海外门店数量。

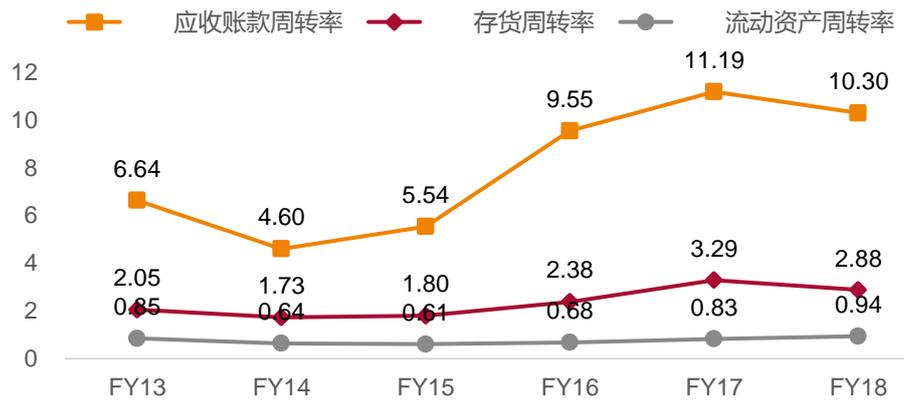
2) **提升渠道运营效率：**

- **库存管理：**产销结合，按需配货，维持健康的库存水平；通过拉式补货、快速上新及小单快反实现优质快反，加快存货周转时间；采取直营和批发订货完全分开的模式，根据不同规模的经销商采取灵活的订货及补货模式，极大地优化了对订货结构的调控，保持稳定的理性订货。

在存储环节，集团规划建设了鞋服行业自动化程度最高的 1.2 万平米无人仓；在拣选环节，通过消化吸收亚马逊 KIVA 机器人技术，把原来人找货的传统拣选模式改变为货找人的拣选模式。

- **加强对终端的把控：**加强对终端零售数据的抓取和分析，并相应调整优化与渠道及终端的互动，推动零售精细化管理；升级原有的 ERP 系统，可随时查看门店销售产品的仓库信息，对终端渠道及时把控。
- **配送环节：**采取“CDC 直接分发门店”的一级配送流程，设置了中央配送中心，服务全国所有线下直营店、加盟门店以及电商 O2O 业务，负责运输及数据采集，基于市场变化配置商品资源，快速响应消费者需求。

图 53：波司登运营效率提升（次）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3) **加强渠道形象建设**：线上通过视觉形象凸显品质感，通过详情页介绍体现专业感，并且将通过成立电商视觉形象优化小组持续调整线上渠道形象；线下方面，2018 年夏天波司登公布全新品牌 Logo，全国近千家门店同时更换标志，通过新品牌标识推广新形象；与法国顶级设计师 Thomas Clement 合作，重新设计终端形象，优化门店陈列，对已有门店进行翻新。全新店铺形象整体以白色、米白色和木质元素为主，承袭明亮简洁的设计风格，且力求呈现一个全新的、充满科技感的空间，设置了最低可以降温至零下 15 度的极寒体验舱等互动体验装置，为消费者购物带来了不一样的专业体验。

图 54：波司登伦敦（左）、罗马门店（右）



资料来源：网易，天风证券研究所

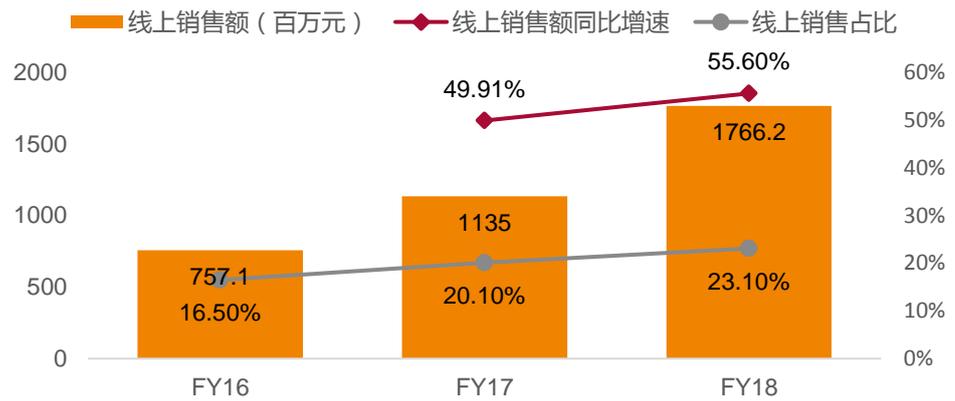
图 55：波司登上海静安大悦城门店



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4) **大力拓展线上渠道**：线上业务起到了承接品牌战略、加强店铺形象升级与优化渠道布局的作用。与天猫达成突破性合作关系、与唯品会达成战略合作关系，极大地刺激了线上销售的流量。在 2018/19 财年，集团品牌羽绒服与女装业务线上销售额分别同比上升 55.6%、11.8%。2019 年双十一当天波司登全网销售额突破 8 亿，单店销售位居服装品牌第一名。

图 56：羽绒服业务线上销售增长（百万元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.4. 营销：大规模、多元化

为提升品牌知名度，波司登采取了大规模、多元化的营销策略。通过与知名设计师合作、亮相国际秀场、与大 IP 联名、大幅投放广告、聘请国际国内知名代言人等方式吸引了大量消费者的关注。

- 登上纽约时装周、米兰时装周：**2018 年 9 月，安妮·海瑟薇夫妇、鹰眼 Jeremy Renner、邓文迪等名人出现在了波司登的纽约秀场，维密天使 Alessandra Ambrosio 为大秀开场。2019 年 9 月，波司登于米兰时装周发布了新品，“宇宙第一博主”Chiara Ferragni 与好莱坞女神妮可·基德曼出现在了波司登秀场前排，分别身着波司登地氎系列的姜黄色羽绒服和拼接羽绒夹克；超模肯豆 Kendall Jenner 身着波司登地氎系列霸气开场。两场大秀均打响了波司登产品的时尚定位，引发了海内外媒热议。

图 57：超模肯达尔·詹娜领衔波司登米兰时装周走秀



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 58：“维密超模”亚历山大·安布罗休领衔波司登纽约时装周走秀



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 59：国际名人出席波司登纽约时装周秀场



资料来源：中国新闻网，天风证券研究所

图 60：妮可·基德曼和琪亚拉·法拉格尼出席米兰时装周



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- **聘请符合品牌形象、具有市场号召力的代言人：**2019 年 10 月，著名时尚女星杨幂成为了波司登大师系列的代言人。作为品牌代言人，杨幂具有较高的话题度与国民认知度，且“带货能力”强，有利于波司登巩固其时尚定位，吸引年轻消费者。2019 年 11 月，继官宣与男星“抖森”合作后，波司登宣布与又一漫威影星“寡姐”斯嘉丽·约翰逊携手。《复联》系列电影在国内爆火后一众漫威影星讨论度极高，波司登此举吸引了众多影迷、媒体的关注。

图 61：品牌代言人杨幂及合作街拍明星汤姆·希德勒斯顿、斯嘉丽·约翰逊



资料来源：腾讯网，公司官网，天风证券研究所

- **与大 IP 联名：**波司登分别与迪斯尼、漫威、《奔跑吧兄弟》以及游戏合作推出了联名款，让自身产品展现出更多的样式，也能让品牌给消费者带来完全不同的感受，叠加出了超强的市场关注度和吸引力。此类合作更是传递出了波司登顺应时代潮流、勇于改变的讯息，同时也带来了足够强的话题与流量，为波司登争取更多的话语权和市场份额。

图 62：波司登 IP 合作款“星球大战”系列



资料来源：波司登天猫旗舰店，天风证券研究所

图 63：波司登 IP 合作款“漫威”系列



资料来源：波司登天猫旗舰店，天风证券研究所

- **国内外网红探店种草+线上线下深度整合品销合一**：线上线下紧密整合，品牌、产品、渠道三位一体，品牌行为、市场行为和终端行为有效统一，传播内容指向线下销售，线下门店最大化配合呼应线上传播内容。如国外 KOL 探店并直播，打造海外热销的氛围，在小红书、抖音及微博平台打造“波司登试衣间”话题，借明星红人在门店试穿羽绒服，进行场景植入和产品种草，有效引流自来水进店购买打卡。

图 64：微博平台“波司登试衣间”话题百万粉丝博主晒试穿图



资料来源：微博，天风证券研究所

图 65：小红书平台“波司登试衣间”话题下大量分享文章

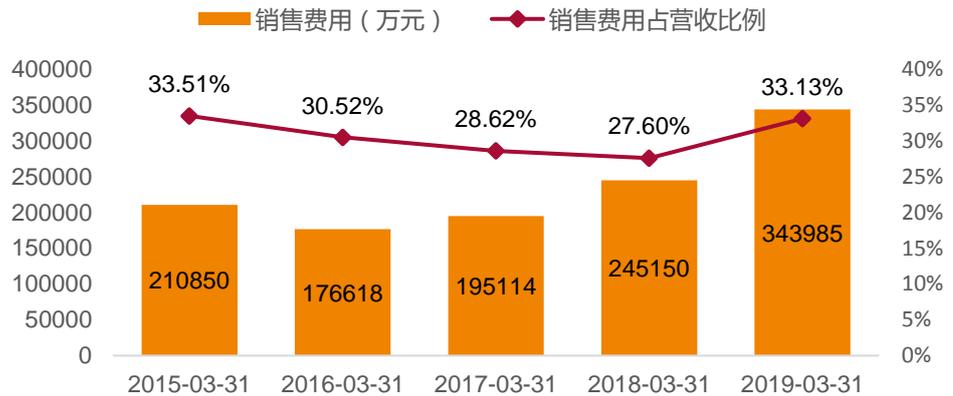


资料来源：小红书，天风证券研究所

- **与传媒公司合作大量投放广告**：近两年波司登的广告投放幅度显著提升，与分众传媒签订了“引爆主流，激活品牌”亿元级投放协议。在第一轮投放分众电梯媒体 12 城之后，去年 10 月波司登第二轮广告投放再次霸屏 60 个主力城市，为其品牌造势。在 2018 年 11 月份的户外媒体投放 TOP20 品牌媒体分布中，波司登位列 TOP20 品牌前，

并且是唯一上榜的服装品牌。

图 66: 波司登销售费用及其占营收比例 (万元, %)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

尽管大规模营销带动了波司登销售费用的上涨, 但其营销效果十分显著。2018 年底, 波司登获得了销售数据、品牌认知度大丰收。据天猫数据显示, 2018 年双十一, 波司登成为天猫首家预售破亿的服装品牌, 全天波司登线上线下全渠道总销售 7.4 亿元; 而双十二全天, 波司登在全渠道销售额突破 5.1 亿元, 天猫旗舰店销售额同比增长 179%。

2018 年 11 月, 全球前三的市场调研机构益普索对波司登的调研数据显示, 目前波司登品牌无提示第一提及率高达 66%, 净推荐值(NPS)高达 49%, 品牌美誉度达到了 8.69, 在国内消费者中认知度高达 97%, 在行业内处于领先地位, 且 20 岁到 30 岁的年轻主流消费者购买波司登的占比明显提升。

2019 年“双十一”波司登线上销售战绩更加突出。截止到 11 月 1 日, 其天猫旗舰店的预售金额已经超过了 1 亿元, 相比去年破亿元提前了 10 天; 双十一当天, 波司登单店销售位居中国服装品牌第一名, 天猫旗舰店 7 分钟销售额破亿, 78 分钟突破去年全天销售额 4.14 亿元, 全网销售额突破 8 亿, 全渠道销售额突破 10 亿元, 同比增长 37%; 客单价同比 2018 年增幅超过 20%。

波司登双十一产品热卖是公司重塑“全球热销的羽绒服专家”品牌形象、优化渠道组合布局、坚持提供优质产品的综合呈现, 反映了集团向中高端转型的、产品获得消费者认可的阶段性成果。照此趋势, 波司登有望沿着既定的战略方针继续展现战略转型成效, 取得良好增长。

5. 量价齐升, 看好波司登未来发展

5.1. 价格: 提升空间广阔

从主力价格带来看, 波司登产品均价远低于加拿大鹅。2018/19 财年, 波司登主力价格带为 1200-1800 元, 占总销量 63.8%。其 1800 元以上产品占比 24.1%, 产品最高价格破万元, 价格带较往年显著提升。从近一个月销售数据来看, 波司登天猫旗舰店综合排名前十产品均价为 1681.04 元, 而加拿大鹅天猫旗舰店综合排名前十产品均价为 8659.71 元。由此可见, 与海外高端羽绒服品牌对标, 波司登羽绒服产品提价空间高达 415.14%。

表 6：波司登天猫旗舰店排名前十产品销售价格

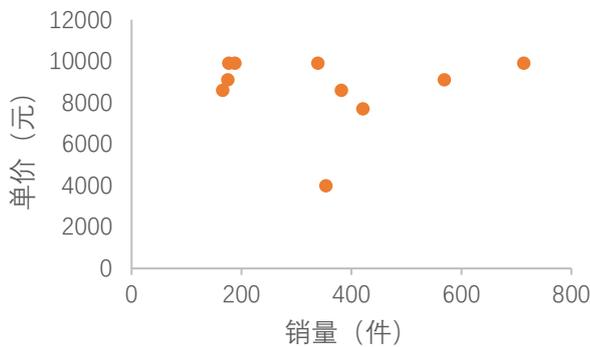
排名	款式	销量 (件)	单价 (元)	销售额 (元)
1	设计师系列连帽鹅绒外套 B90142061	3,961.00	1,799.00	7,125,839.00
2	设计师系列杨幂同款新款羽绒服 B90141052	3,430.00	1,699.00	5,827,570.00
3	新款冬季鹅绒工装时尚外套 B90142050	1,715.00	2,599.00	4,457,285.00
4	中长款新鹅绒连帽加厚外套 B90142029	1,117.00	1,999.00	2,232,883.00
5	极寒系列连帽鹅绒羽绒服 B80142143	2,398.00	1,789.00	4,290,022.00
6	漫威系列黑寡妇同款短款羽绒服 B90142722D	132.00	1,499.00	197,868.00
7	鹅绒加厚保暖防寒羽绒服中长款 B42152	3,986.00	1,389.00	5,536,554.00
8	冬季新款大毛领中长款防寒外套 B80141038	5,500.00	1,078.00	5,929,000.00
9	设计师系列杨幂同款羽绒服 B90142162	2,165.00	1,699.00	3,678,335.00
10	设计师系列杨幂同款时尚羽绒服 B90142060	5,500.00	1,999.00	10,994,500.00
合计		29,904.00	1,681.04	50,269,856.00

资料来源：天猫，天风证券研究所

注：数据截止至 2019 年 11 月 15 日

从消费者价格敏感度来看，高端羽绒服市场消费者对产品价格敏感度偏低。对标海外品牌，加拿大鹅天猫旗舰店综合排名前十产品的价格与销量之间无明显线性关系，反映了其主要消费者对价格敏感度偏低；而波司登天猫旗舰店目前综合排名前十产品的销量与单价同样无明显线性相关关系，可见其消费者价格敏感度与加拿大鹅类似。

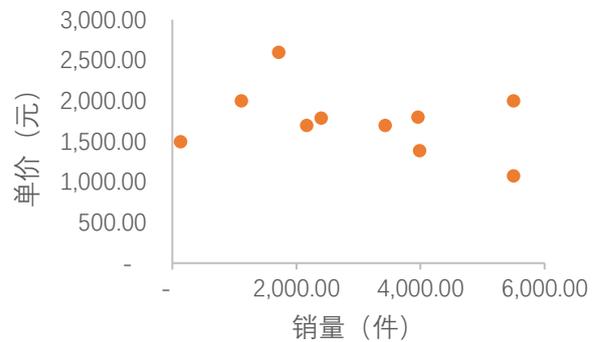
图 67：加拿大鹅综合排名前十产品销量与单价关系（元，件）



资料来源：天猫，天风证券研究所

注：数据截止至 2019 年 11 月 15 日

图 68：波司登综合排名前十产品销量与单价关系（元，件）

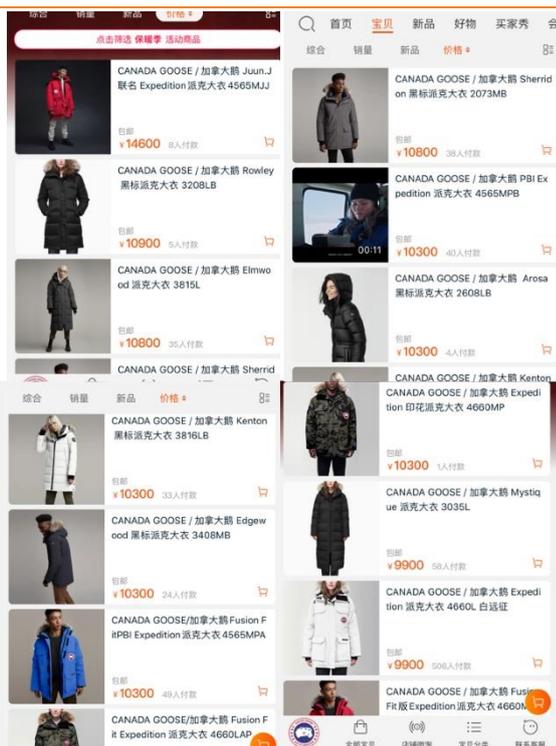


资料来源：天猫，天风证券研究所

注：数据截止至 2019 年 11 月 15 日

从产品最高价格来看，波司登单价高于一万元产品数量明显少于加拿大鹅。从天猫旗舰店数据可知加拿大鹅在售的单价破万产品多达 10 款，而波司登仅有两款。波司登产品最高价与加拿大鹅相差 2800 元，提升空间达 23.73%。

图 69：加拿大鹅天猫旗舰店产品按价格排序



资料来源：天猫，天风证券研究所

图 70：波司登天猫旗舰店产品按价格排序



资料来源：天猫，天风证券研究所

综合来看，未来波司登羽绒服产品提价空间广阔，主力价格带对标加拿大鹅可提升 415.14%。结合目前波司登价格带上移速度，未来产品价格带有望继续提升，1800 元以上产品数量与占比也可进一步提高。此外，加拿大鹅进入中国市场提升了中国消费者对羽绒服的心理价位，在未来，随着波司登新战略的继续实施，品牌重塑的进程加快，其高端化定位无疑将促进其产品价格的进一步提升。

5.2. 销量：需求持续扩大

近年来，国内羽绒服市场不断扩大。中国服装协会羽绒及皮革皮草服装专业委员会预计到 2022 年中国羽绒服市场将达到 1621 亿，平均增长率在 10%以上。中国纺织服装行业调查显示，中国羽绒服的普及率不足 10%，对标同样跨度的欧美地区其羽绒服普及率超过 30%，对标日本市场的羽绒服普及率高达 70%，国内羽绒服产品渗透率有待提升。

尽管行业趋势良好，未来需求空间大，羽绒服行业仍普遍面临羽绒服产品消费频次低的问题。羽绒服销售多集中在冬季这一问题，且受天气波动影响较大。同时，相比美国、日本等高羽绒服渗透率国家，中国具有地理上的特殊性，涵盖五个温度带，其中热带、亚热带地区居民对羽绒服消费需求较低，影响总体渗透率。

然而，意大利奢侈羽绒服品牌 Moncler Genius 成功打破了羽绒服产品的季节性桎梏，并将新门店开到了热带国家墨西哥；加拿大鹅也于气候温暖中国香港开设了门店。我们认为，这得益于其品牌的奢侈品属性与时尚化属性。

图 71: 加拿大鹅香港门店



资料来源: EIE, 天风证券研究所

时尚化、奢侈感平滑了羽绒服在四季的需求。目前,消费者对于羽绒服的需求已从“保暖”这一单一要求转向了功能性强、时尚、美观等多样化需求。借助这一趋势, Moncler 推出了多款设计时尚的羽绒服单品, 受到了消费者的追捧。即使其在反季节 6 月发售, 由于消费者一旦错过或将难以获得, 原本仅在冬季的消费者关注周期延长被延长至一整年。

与此战略类似, 波司登同样迎合了消费者的时尚需求。波司登推出了多个与设计师、IP 合作系列、加强产品设计美感, 也因此减弱了季节对其羽绒服产品销售的影响。通过加强设计, 进行品牌重塑打入高端市场, 波司登无疑可以进一步弱化产品的季节性, 弱化天气对产品销售的影响, 扩大需求。

同时, 通过多品牌矩阵与丰富的价格带, 波司登满足了从高端到大众的多样化消费需求。其主品牌波司登、中端品牌雪中飞与大众品牌冰洁共同发力, 可进一步获得市场份额的提升。并且, 与加拿大鹅、Moncler 相比, 波司登产品价格跨度更大, 从千元以下到万元以上市场全覆盖, 为消费者提供了更多选择。

表 7: 天猫旗舰店波司登、加拿大鹅羽绒服外套价格极值

单位: 元	羽绒服外套最低价	羽绒服外套最高价	差值
加拿大鹅	4700	14600	9900
波司登	269	11800	11531

资料来源: 天猫, 天风证券研究所

由此可见, 波司登未来在量、价两方面都有较大上升空间与潜力。自 2018 年战略改革至今, 其业绩与品牌建设已初见成效。随着其品牌高端化发展, 战略的进一步实施, 将进一步发挥优势, 借助良好的产品力、渠道力、品牌力赢得市场肯定。

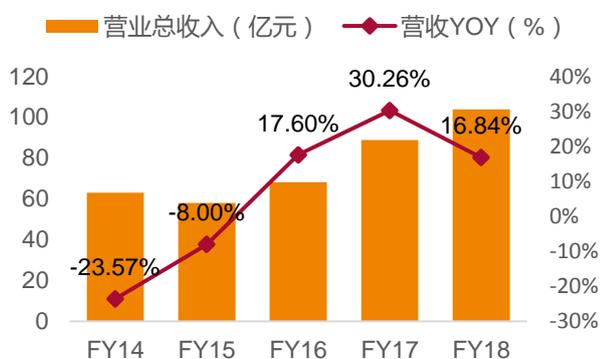
6. 财务分析：盈利能力仍有提升空间，营运能力较强

综合来看，公司战略聚焦主航道主品牌以来，品牌调性逐渐升级，业绩提升较快。对标羽绒服行业国际头部品牌，业绩位居前列，营运能力较强，盈利能力未来仍有提升空间。

6.1. 业绩提升明显，位居同类公司前列

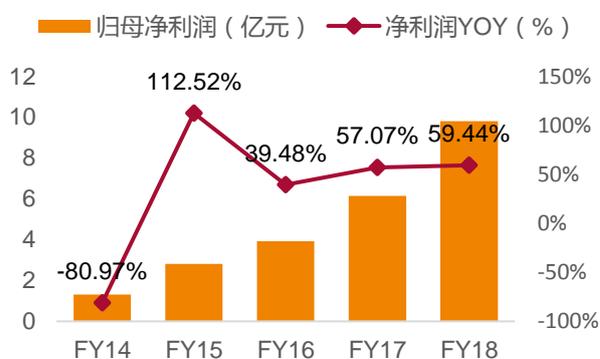
营收及净利润增长明显，公司改革成效显著。自公司战略聚焦主航道主品牌以来，加大相关资源投入，形成相关战略布局，其成效较为显著。FY2018（截至2019年3月31日）公司实现总营业收入103.87亿元（+16.84%），较近年营收最低点FY2015增加45.84亿元，四年CAGR为15.67%。FY2018营收增速较FY2017下降13.42pct，主要系高基数影响。FY2018公司实现归母净利润9.81亿元（+59.44%），为FY2016两倍以上增长，较近年归母净利润最低点FY2014增加8.49亿元，五年CAGR高达49.35%。FY2018归母净利润增速较FY2017上涨2.37pct，增速连续两年超过50%。

图 72：公司总营业收入逐年上升（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

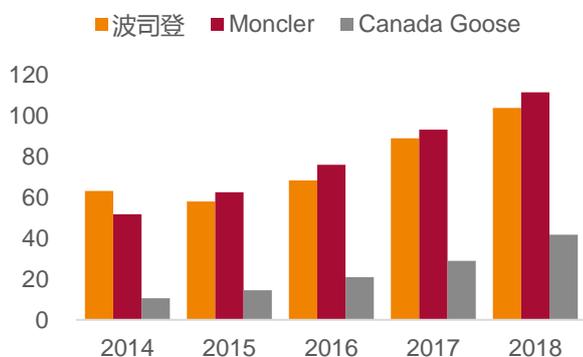
图 73：公司净利润逐年上升（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

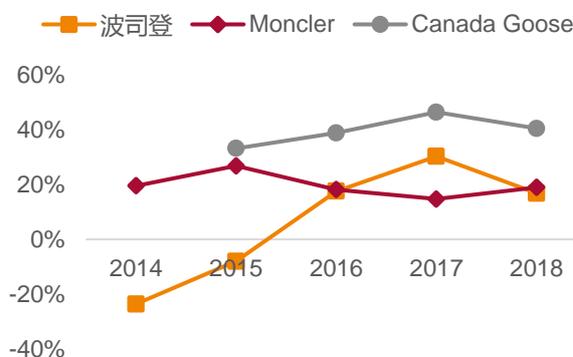
与同行业其他公司相比，公司营收处于领先地位。羽绒服行业公司收入整体呈增长趋势，2015年公司营收位居行业龙头，进入业绩调整期后逐步被Moncler超越。2018年（FY2018）Moncler实现营收折合人民币111.44亿元，Canada Goose实现营收折合人民币41.63亿元，波司登以营收103.87亿元紧随Moncler之后。从收入增速来看，Moncler与Canada Goose增速较为平稳，波司登受公司战略改革因素影响，增速整体增长趋势较为明显。

图 74：波司登营收位居 Moncler 之后（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 75：波司登营收增速增长较为明显（%）

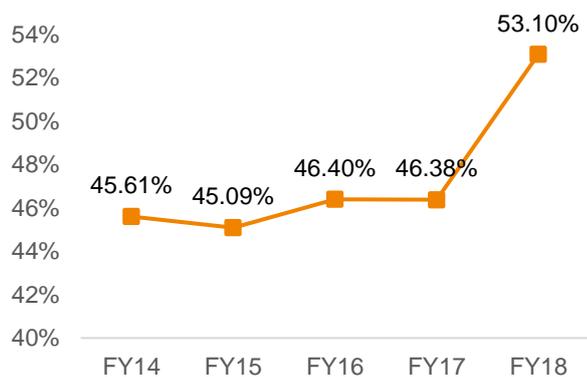


资料来源：公司公告，天风证券研究所

6.2. 盈利能力稳步回升，仍有一定提升空间

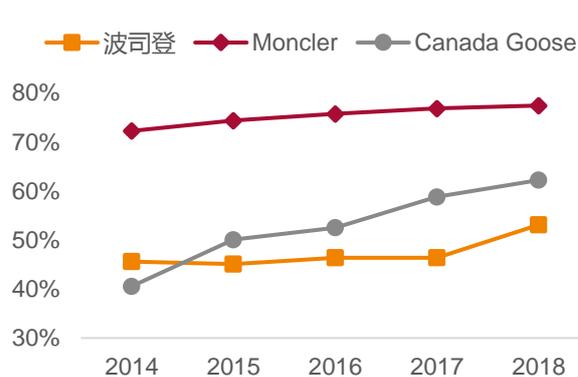
毛利率上升明显，未来仍有一定提升空间。 FY2018 公司销售毛利率为 53.10% (+6.72pct)，较 FY2015 提升 8.01pct。主要系：1) 公司持续发布新产品，吊牌价较以往产品有所提升，拉动整体毛利率水平；2) 公司销售渠道有所调整，毛利率较高的自营渠道和电商渠道收入占比提升，拉动整体毛利率水平。从同行业其他公司比较来看，Moncler 和 Canada Goose 品牌的销售毛利率均高于波司登。2018 年 (FY2018) Moncler 销售毛利率为 77.45%，Canada Goose 销售毛利率为 62.23%，主要系该两家公司品牌定位高端消费群体，产品吊牌价均高于波司登。我们认为波司登逐步调整到位，业绩处于回升期，通过品牌升级，新产品陆续发布，产品均价逐步提升，维持已有销售量的前提下，波司登未来毛利率有望进一步提升。

图 76: FY2018 公司毛利率提升明显 (%)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

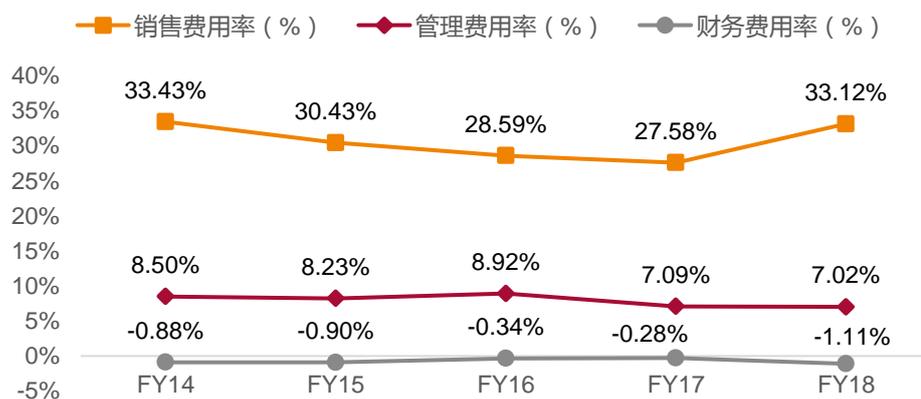
图 77: 波司登毛利率位于同类公司低位 (%)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

从费用率来看，销售费用率有所上升，管理及财务费用率较为稳定。 FY2018 公司销售、管理及财务费用率分别为 33.12% (-5.54pct)、7.02% (-0.07pct)、-1.11% (-0.83pct)。销售费用率大幅增加，主要系公司加强品牌羽绒服业务的品牌建设以及渠道优化所致，如全方位多渠道宣传，回归主流商圈，门店装修升级，直营占比逐步提升等；管理费用率保持稳定；财务费用率进一步减少主要系银行利息及理财收入增加所致。

图 78: 公司销售费用率上涨较为明显 (%)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

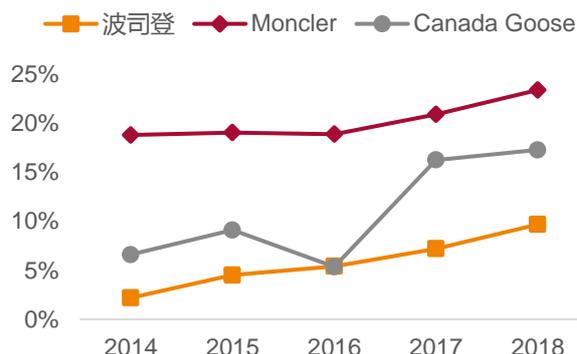
净利率稳步提升，仍有较大提升空间。 FY2018 公司净利率为 9.68% (+2.49pct)，较 FY2014 增长 7.49pct，整体来看增长较为明显，主要系毛利率增速远大于费用率增速所致。与同行业其他公司比较来看，2018 年 (FY2018) Moncler 净利率为 23.40% (+2.48pct)，Canada Goose 净利率为 17.29% (+1.04pct)。波司登净利率仍处于低位。随着未来品牌调性升级，单品吊牌价格有望提升，在费用率没有大幅波动的前提下，公司净利率仍有上涨空间。

图 79: 公司净利率逐年提升 (%)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 80: 波司登净利率处于同类公司低位 (%)

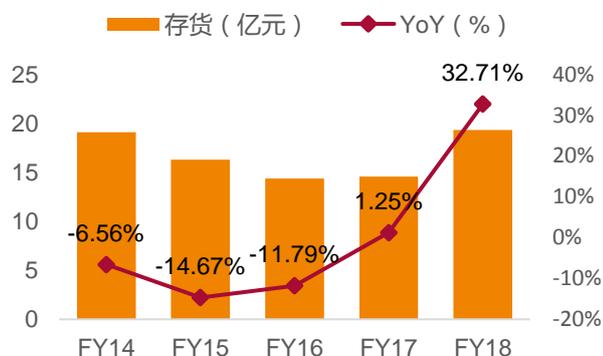


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

6.3. 营运能力: 存货周转率行业领先, 经营现金流量大幅提升

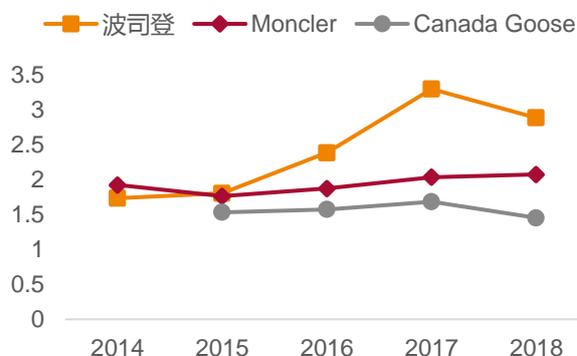
存货价值位于合理区间, 存货周转率行业领先。截至 2019 年 3 月 31 日, 公司现有存货价值为 19.31 亿元 (+32.71%), 存货价值有所上涨, 主要系公司多次发布新产品铺货所致, 未达公司历史最高存货规模。从存货周转率来看, FY2018 (2018 年) 波司登存货周转率为 2.88 次 (-0.41 次), Moncler 与 Canada Goose 存货周转率分别为 2.07 次 (+0.04 次)、1.45 次 (-0.23 次)。与同行业其他公司相比, 波司登存货周转率处于行业领先地位, 有能力逐步消化当前库存, 存货积压风险较小。

图 81: 公司存货价值有所提升 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

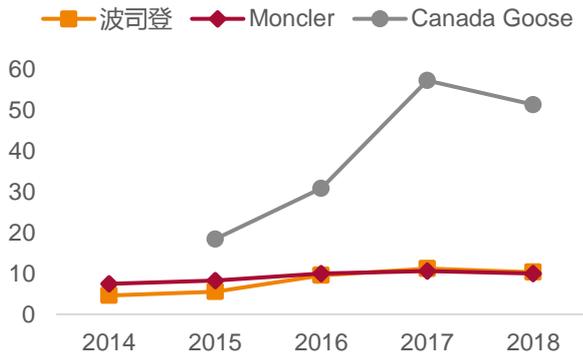
图 82: 波司登存货周转率比同类公司领先 (次)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

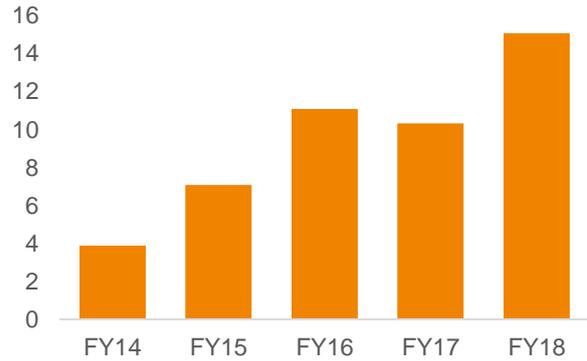
从应收账款周转率来看, 有待进一步提升。FY2018 (2018 年) 波司登应收账款周转率为 10.30 次 (-0.89 次), Moncler 与 Canada Goose 应收账款周转率分别为 9.98 次 (-0.60 次)、51.35 次 (-5.90 次)。与同行业其他公司相比, 波司登应收账款周转率位于中位, 趋势上逐年有小幅增长, 有望进一步提升。从经营现金流来看, FY2018 现金流增长显著。FY2018 公司经营现金流为 15.09 亿元, 较 FY2017 提升 4.76 亿元, 较 FY2015 提升超过两倍。

图 83：波司登应收账款周转率位于同类公司中位（次）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 84：公司经营性现金流逐年提升（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

7. 盈利预测与估值

7.1. 估值假设

根据公司目前发展情况，我们做出如下假设：

1) 收入端：

从品牌羽绒服业务来看，我们预计未来公司将依靠着 2018/19 财年业绩增长的经验，继续维持聚焦主航道主品牌策略，推动线上线下渠道改善，逐步提升品牌调性。我们认为品牌羽绒服收入有望迎来较快增长，预计 2019/2020 财年品牌羽绒服有望获得近 40% 的增速，2020/21 至 2021/22 财年受高基数影响，预计增速将维持在 25% 左右。

从贴牌加工及女装业务来看，该两条业务线并非为公司目前改革的主旋律。我们认为，女装业务及贴牌加工业务将维持稳定速率增长，贴牌加工业务预计维持 15%-20% 增速，女装业务预计维持低单位数增长。

从多元化服装业务来看，由于公司战略调整，其中男装、家居服等业务于 2018/19 财年已逐步收缩。我们认为，未来多元化服装业务将进一步调整，或将剥离业务线。

2) 盈利能力：

毛利率：我们预计随着公司品牌羽绒服业务的量价齐升，逐步走向中高端空白市场，毛利率较高的线上渠道和线下直营渠道占比将逐步提升。我们认为 2019/20 财年毛利有望提升 2pct 左右，2020/21 至 2021/22 财年将维持毛利率水平。

费用率：我们预计随着公司品牌调性逐步升级，线下渠道直营占比逐步提升，未来在品牌宣传营销方面，线下门店租金等支出将同步提升。我们认为 2019/20 财年销售费用率将提升 2pct 左右，未来 2020/21 至 2021/22 财年销售费用率将趋于稳定。

由此，我们预计公司 FY2019-FY2021 年的营收分别为人民币 134.90 亿元、167.55 亿元、202.13 亿元，同比增长 29.92%、24.21%、20.64%；预计归母净利润分别为人民币 13.08 亿元、16.60 亿元、20.38 亿元，同比增长 33.25%、26.95%、22.80%。预计 FY2019-FY2021 公司 EPS 为 0.12/0.15/0.19 元/每股，对应 PE 为 27.16/21.40/17.43。

7.2. 相对估值

公司作为国内羽绒服行业龙头，业绩自 2016 年起开始反弹，目前我们认为仍处于业绩快

速增长期，未来毛利率、净利率水平具备一定的提升空间，未来盈利能力有望提升。此外，从产品功能性发展趋势来看，我们认为从产品类型及风格有望向休闲时装、运动户外方向作为突破，有望覆盖更广泛消费群体。由此，我们选取运动品牌行业位居前列的公司作为参考标的：NIKE、Adidas、安踏体育、李宁。根据 2020 年预期平均估值为 28.74 倍 PE，给予公司 2020 年 28 倍 PE，对应目标价为 4.2 元人民币，对应港币 4.68 港元（汇率为 2019 年 11 月 19 日，1 港元=0.8976 人民币元）。

表 8：可比公司平均估值（P/E）

	2018 (A/E)	2019E	2020E
耐克公司	35.21	30.93	31.67
阿迪达斯	29.35	25.09	24.63
李宁公司	44.8	39.69	32.65
安踏体育	40.16	32.67	25.99
平均	37.38	32.10	28.74

资料来源：Wind, Bloomberg, 天风证券研究所

8. 风险提示

- 1) 终端消费及零售疲软，国内宏观经济增速放缓，消费者消费意愿降低。
- 2) 品牌转型发展不及预期，并未得到广泛消费者认可，盈利能力提升受限，并可能导致存货积压风险。
- 3) 原材料价格波动，致使公司销售成本难以控制，进而造成净利润不及预期。
- 4) 气候剧烈变动，难于预估未来是否会出现罕见暖冬，将导致销售量不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com